

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم الاقتصاد والتخطيط

## الأسواق المالية الناشئة ودورها في عملية

## التنمية الاقتصادية في البلدان النامية

رسالة أُعدت لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد

إعداد

شادي أحمد زهرة

إشراف الأستاذ الدكتور

ياسر بوحسون

## الفصل الأول – المبحث الثالث

### دور الأسواق المالية في تنمية الاقتصاد الوطني\*

إن المشكلة الأساسية التي تواجه غالبية الدول النامية – في رأي كثير من الاقتصاديين- هي مشكلة انخفاض حجم الاستثمارات بها. لهذا فإن نجاح هذه الدول في تحقيق التنمية يتوقف على مدى قدرتها في زيادة معدلات الاستثمار وبالمستوى الملائم لمعدل نمو السكان فيها.

وهنا تبرز مشكلة ضآلة معدلات الادخار بالدول النامية عقباً أساسية أمام زيادة معدلات الاستثمار الأمر الذي يدعو هذه الدول إلى الاعتماد على الدول المتقدمة للحصول على القروض اللازمة لتحقيق التنمية الاقتصادية المتزايدة والمستمرة.

وإذا كان الاقتراض من الدول المتقدمة هو إجراء تقتضيه سرعة التنمية ومتطلباتها في مراحلها الأولى فإنه يتعين على الدول النامية أن تعتمد على نفسها اعتماداً كاملاً بتعبئة مدخراتها القومية لتوفير الموارد اللازمة للاستثمارات المطلوبة.

ومن المتفق عليه أن أسواق المال بشقيها الأولي والثانوي تلعب دوراً أساسياً وهاماً في التنمية الاقتصادية. إن وجود أسواق رأسمال أولية وبورصات أوراق مالية تتميز بالكفاءة له مزايا عديدة من أهمها المساهمة في تخفيض تكاليف التمويل بالملكية (الرأس مال الخاص - إصدار أسهم) والدين (إصدار سندات)، توفير السيولة للمستثمرين، تقليل مخاطر الاستثمار المالي، تسهيل خلق أدوات مالية تتجه إليها إدارات الأفراد والمؤسسات في المجتمع، تحفيز إدارات الشركات على تحسين كفاءتها في الأداء والعمل على زيادة الأرباح ومعدلات نمو الأرباح، تشجيع قيام الشركات المساهمة إيجاد فرص عمل جديدة تخفض معدلات البطالة، رفع مستويات الدخل، زيادة الإنتاج، تخفيض معدلات التضخم، وتسريع معدلات النمو الاقتصادي، التنبؤ بحالة الاقتصاد الوطني و اتخاذ الإجراءات المناسبة.

\* انظر:

• عبد الحافظ، السيد البدوي - إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة - دار الفكر العربي - القاهرة، من ص 8 إلى 12.  
• كبية، محمد- مؤشرات الأسواق المالية- 2003- مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات- كلية الاقتصاد- جامعة تشرين، من ص 9 إلى 11.

فأسواق الأوراق المالية تلعب دوراً حيوياً وهاماً في عملية التنمية الاقتصادية حيث تشكل قنوات يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض نقدية (Surplus Units) إلى الوحدات التي تعاني من عجوزات مالية (Deficit Units) وتحتاج إلى قنوات ملائمة لتلبية متطلباتها التمويلية، سواء أعلق الأمر بالأفراد أم بالمؤسسات أو القطاع الحكومي، وبغض النظر عن كونها أسواقاً محلية أو إقليمية أو عالمية. وفي ضوء هذه الحقائق فإن هذا المبحث يهدف إلى تناول دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية.

### أولاً: دور أسواق المال في تعبئة المدخرات المالية.

تسهم سوق المال في تنمية العادات الادخارية من خلال تشجيع الأفراد على استثمار فوائضهم في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلاً إضافياً وتوفر لهم درجة كبيرة من السيولة في بيع أسهمهم وقت يشاؤون وبأقل كلفة ممكنة عن طريق التوجه إلى السوق الثانوية، كذلك بوجود منشآت البحث المستقلة يستطيع الفرد الحصول على المعلومات والنصائح التي يحتاج إليها للاستثمار في قطاع معين بحيث تعزز لديه الشعور بالطمأنينة على أمواله. بالإضافة إلى ما سبق فإن سوق المال تحفز عملية الادخار من خلال البدائل الاستثمارية التي تقدمها ومنها صناديق الاستثمار بالإضافة لبعض المشتقات المالية مثل الخيارات والمستقبليات.

فصناديق الاستثمار تقدم مجموعة من المزايا التي من شأنها جذب صغار المستثمرين أو أصحاب الأموال الذين لا يتمتعون بالخبرة والدراسة الكافية التي تمكنهم من استثمار أموالهم بأنفسهم و أهم هذه المزايا:

#### 1: على مستوى الأفراد

1. التنوع: تتضمن صناديق الاستثمار تشكيلة واسعة من الأوراق المالية لعدد كبير من الشركات و المنشآت مما يسهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها حملة أسهمها.

<sup>1</sup> عبد الحق، بو عتروس- إدارة وتنظيم بورصة القيم المنقولة-2003- مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات- كلية الاقتصاد- جامعة تشرين، من ص 3 إلى 4.

## 2. الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة<sup>1</sup>: ويتعلق ذلك بشكل أساسي بشركات

الاستثمار التي تدير صناديق استثمارية، إن قيام إدارة ذات دراية وخبرة كبيرة بتولي شؤون الاستثمار، كاختيار التشكيلة الملائمة، قرارات البيع والشراء، الأوراق المالية، متابعة مستوى المخاطر، وإلى ما هنالك، من شأنه أن يحقق معدل عائِدٍ مرتفعاً عما يمكن أن يحققه المستثمر العادي الذي يستثمر أمواله بنفسه. فشركة الاستثمار عادةً ما تستخدم مستشارين وباحثين استثماريين محترفين مما يمكنها من إدارة استثماراتها بمستوى عالٍ من الكفاءة، إضافةً إلى أنه نتيجة ضخامة الصفقات التي تعقدها يكون موقفها التفاوضي مع بيوت السمسرة قوياً مما يسهم في تخفيض عمولة السمسرة.

## 3. الملاءمة و المرونة<sup>2</sup>: ويتجلى ذلك في صناديق الاستثمار من خلال اتفاق أهداف

صندوق الاستثمار وسياسته المعلنة مع أهداف صغار المستثمرين وظروفهم ومتطلباتهم حيث يستطيع المستثمر تحويل استثماراته من صندوق إلى آخر مقابل رسوم ضئيلة في حال تغير أهدافه الاستثمارية عبر الزمن كما يستطيع المستثمر أن يبقي رأس المال المستثمر ويسحب فقط الدخل المتولد عنه، كما يستطيع أن يشتري أسهم شركات الاستثمار على دفعات.

## 2: على المستوى القومي

• تنشط حركة أسواق رأس المال: إن صناديق الاستثمار تتعامل بالأوراق المالية المتداولة في السوق أي أنها تتعامل في السوق الثانية لرأس المال ونتيجة المزايا التي تقدمها تشكل بديلاً مناسباً للمستثمرين وخاصةً الصغار منهم بدلاً من اللجوء إلى أسواق الأوراق المالية مباشرةً، مما يسهم في زيادة كفاءة السوق الثانية لرأس المال والتي تنعكس على السوق الأولية لرأس المال و تؤدي إلى تحسين كفاءتها.

• تستخدم صناديق الاستثمار حصيلة بيع وثائقها في بناء تشكيلات من الأوراق المالية، مما يمكن من توجيه المدخرات القومية المجمعة لديها إلى استثمارات منتجة من المنشآت المصدرة لتلك الأوراق.

<sup>1</sup>See:

Sharpe, W. and Alexander, G **Investments** (4<sup>th</sup> ed), N.J.:Prentice Hall, 1990.P.663.

Wlof, H. **Personal Financial Planning**. Boston: Allyn & Bacon, 1989. P.558.

<sup>2</sup> Wlof, H. **Personal Financial Planning**. Boston: Allyn & Bacon, 1989. P.558.P.560.

أما المشتقات المالية\* Derivative Assets فتمكن المستثمر من تحديد التوليفة الاستثمارية التي تحقق درجة المخاطرة التي يرغب بتحملها من استثماراته. وبناء على ذلك يؤدي سوق المال وظيفة اقتصادية هامة تتمثل في تحويل الأرصدة النقدية من مجرد مدخرات متراكمة إلى استخدامات إنتاجية تعمل على زيادة حجم القاعدة الإنتاجية، وزيادة فرص العمالة بما يخلق دخلاً جديدةً تزيد الطلب على الإنتاج، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة فعالية الاقتصاد، والرفاهية الاقتصادية.

### ثانياً: توفير السيولة للمستثمرين □.

أصبحت أسواق الأوراق المالية تلعب دوراً هاماً وحيوياً في عمليات التمويل المالي للمشاريع الاقتصادية المختلفة في معظم الاقتصاديات المتقدمة وبعض الاقتصاديات النامية، إذ ارتبط دورها الريادي بتعبئه الموارد المالية والمدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة، وذلك من خلال شبكه الخدمات المالية الواسعة والمتنوعة التي تنظمها وتديرها وتقوم بتهيئتها إلى الوحدات الباحثة عن رؤوس الأموال.

إن إيجاد أسواق مالية متطورة بأدائها وأدواتها قادرة على الاستجابة السريعة لمتطلبات الاقتصاد من حيث السيولة وموارد التمويل التي تحتاج إليها الاستثمارات بالحجم والتوقيت الملائمين باتت ضرورة حتمية لمواجهة المتغيرات المحلية والدولية.

واللجوء إلى سوق المال من قبل الوحدات ذات العجز المالي يحمل في طياته فائدة أخرى غير الحصول على الأموال اللازمة تتمثل في تفادي الاقتراض من الجهاز المصرفي الذي سيؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية. إن هناك حداً لتمويل عملية التنمية عبر تزايد الاقتراض من الجهاز المصرفي لا يمكن تجاوزه دون أن يؤدي هذا التجاوز إلى تضخم غير مرغوب أو ضغوط كبيرة على ميزان المدفوعات. أما الاقتراض المباشر من الجمهور عبر سوق المال فلن يؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية وإنما إلى إعادة توزيعها.

\* المشتقات المالية هي عقود تُشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد) والأصول التي تكون موضوع العقد تنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... الخ. وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصول موضوع العقد ومن أهمها عقود الاختيارات والعقود المستقبلية أنظر: حماد، طارق عبد العال — 2001 — المشتقات المالية — الدار الجامعية — مصر — ص. 5.

<sup>1</sup> عبد الحق، بوغتروس - إدارة وتنظيم بورصة القيم المنقولة- 2003- مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات- كلية الاقتصاد- جامعة تشرين، ص

كذلك فإن اللجوء إلى سوق المال يفيد في عدم زيادة نسبة القروض في هيكل رأس مال الشركة وبالتالي المحافظة على الطاقة الاقتراضية للمنشأة عند الحاجة. وفي بلدنا تكبر أهمية البورصة بوصفها مصدراً للتمويل نتيجة لتراجع النظام المصرفي عن القيام بدوره على النحو المطلوب بسبب عجزه عن تمويل المشاريع الإنتاجية الكبيرة، بالإضافة إلى ذلك فإن القسم الأعظم من القروض المصرفية يُخصص للقروض قصيرة الأجل والتي غالباً لاتحمل طابعاً إنتاجياً، وبالتالي تخصص قسماً أقل منها للقروض طويلة الأجل وهذا يطرح إشكالية العلاقة بين كل من القروض المصرفية وسوق المال من جهة وعملية الاستثمار والتنمية الاقتصادية من جهة أخرى.

لقد أكدت التجارب الاقتصادية وجود علاقة جدلية وتفاعل مستمر بين مناخ الاستثمار من جانب وبين أسواق الأوراق المالية من جانب آخر، فكلما توفر مناخ ملائم للاستثمار كلما ساهم ذلك في تهيئة الأوضاع لقيام سوق متطور للأوراق المالية، وفي المقابل كلما توفر سوق منظم للأوراق المالية كلما ساعد ذلك على تحسين مناخ الاستثمار وتطويره.

وبناءً على ما سبق يؤدي سوق المال ووظيفة اقتصادية هامة تتمثل في تحويل الأرصدة النقدية من مجرد مدخرات متراكمة إلى استخدامات إنتاجية تعمل على زيادة حجم القاعدة الإنتاجية، وزيادة فرص العمالة بما يخلق دخلاً جديدة تزيد الطلب على الإنتاج، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة فعالية الاقتصاد، والرفاهية الاقتصادية، ولعل في هذه الوظيفة الهامة تقليلاً من مخاطر الاقتراض الخارجي وأزمات المديونية الخائفة.

### ثالثاً: التنبؤ بحالة الاقتصاد الوطني و اتخاذ الإجراءات المناسبة.

تعد أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة مؤشراً للحالة الاقتصادية المستقبلية للبلاد، فهي بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الترتيبات اللازمة والإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر. فانخفاض أسعار الأسهم يُعدّ مؤشراً على إقبال الاقتصاد على مرحلة كساد، وارتفاع أسعارها يعتبر مؤشراً على قدوم مرحلة انتعاش، كما أن بداية انخفاض المؤشر يُعدّ دليلاً على نهاية فترة انتعاش كان يعيشها الاقتصاد الوطني.

وهنا يأتي دور الدولة إذ يتعين عليها صنع سياسات اقتصادية قادرة على معالجة الأزمات التي يمر بها الاقتصاد، وذلك باعتماد السياسات المالية والنقدية الكفيلة بتأخير قدوم الكساد وإطالة فترة الانتعاش.

وفي دراسة<sup>1</sup> للاقتصاد الأمريكي غطت الفترة بين 1802 – 1990، كشفت أن انخفاضاً في معدل العائد على مؤشر السوق قدره 8% أو أكثر كان سابقاً (أو على الأقل مصاحباً) لحدوث الكساد و ذلك في 38 مرة من أصل 41 مرة تعرضت فيها الولايات المتحدة للكساد. مما يعني أن المؤشر نجح في التنبؤ بالكساد وذلك بنسبة 93%. وعليه يمكننا أن نُعدّ هبوطاً معدله 8% أو أكثر في حالة السوق بمثابة إنذار لحدوث الكساد. والدراسات دلت على أنّ مؤشر السوق أعطى إنذاراً قبل حدوث الكساد بفترة تراوحت بين شهر واحد و 14 شهراً.

ومن الجدير ذكره أنه يمكن أن ينخفض عائد المؤشر بنسبة تزيد عن 8% دون أن تتعرض البلاد لحالات كساد وهو ما يُطلق عليه بالإنذارات الكاذبة.

#### رابعاً: الكفاءة في توجيه الموارد

تؤدي سوق المال دور المنظم (regulator) في توزيع الموارد. فمن خلال أسواق الأوراق المالية يتم التعبير عن احتياجات الاقتصاد من الموارد المالية (الاستثمارية). وتقوم أسواق المال بهذه الوظيفة من خلال دورين أساسيين دور مباشر و آخر غير مباشر.

يتمثل الدور المباشر في أن المستثمرين عند شرائهم لأسهم منشأة ما، فهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية، ومن هنا فإن المؤسسات الاقتصادية التي تُتاح لها فرص استثمارية واعدة، بحيث تعود هذه الاستثمارات بأرباح طائلة وعوائد كبيرة على المؤسسة، ويكون المستثمرون على علم بها. هي التي تتاح لها فرصة مواتية لإصدار المزيد من الأسهم، و بيعها بسعر مرتفع مما يحقق حصيلة وفيرة للإصدار.

<sup>1</sup> هندي ، منير إبراهيم، 1997- الأوراق المالية وأسواق رأس المال- منشأة المعارف - الإسكندرية-مصر- ص 273.

<sup>2</sup> عبد الحق، بو عتروس- إدارة وتنظيم بورصة القمم المنقولة-2003- مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات- كلية الاقتصاد- جامعة تشرين، من

أما الدور غير المباشر فينجم عن إقبال المستثمرين على التعامل بأسهم المنشأة الذي يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين الذين لن يترددوا في تزويد المنشأة بما تحتاجه من أموال إضافية و بسعر فائدة معقول.

من خلال هذين الدورين نرى بأن البورصة أتاحت للمؤسسات الاقتصادية - ذات الكفاءة في أداء نشاطاتها - فرصا للحصول على الموارد المالية اللازمة لإقامة استثماراتها بأقل تكاليف ممكنة، دون اللجوء إلى الاقتراض من البنوك أو من المؤسسات المالية التي قد تكلف المؤسسات الاقتصادية مبالغ مالية باهظة.

وتتطلب الكفاءة في تخصص الموارد توافر عدة سمات في أسواق رأس المال تتمثل في كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل، عدالة السوق و الأمان. و المقصود بكفاءة التسعير أن تعكس الأسعار كفاءة المعلومات المتاحة، و كفاءة التشغيل يقصد بها تضائل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي سوف ينتج عن تلك المعاملات و عدالة السوق تعني أن تتيح السوق فرصا متساوية لكل الراغبين في عقد الصفقات. أما المقصود بالأمان فهو ضرورة توافر أدوات وسائل للوقاية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق. إن توافر هذه السمات سوف يخلق سوقاً كفؤاً يؤدي بدوره إلى رفع كفاءة منشآت الأعمال و زيادة حيويتها، وكذلك جذب متعاملين جدد وبالتالي الوصول إلى تخصيص الموارد المتاحة وتوجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية بما يضمن تحقيق التنمية الاقتصادية. وبكلام آخر المساهمة في كفاءة تخصيص الموارد وتوجيهها.

**خامساً: تحويل الفائض غير الموظف إلى إدارة مختصة (الشركات المساهمة) بدلاً**

**من جامعي الأموال.**

يساهم السوق في تشجيع تأسيس الشركات المساهمة ذات الميزة التشاركية التي تتلاءم مع طبيعة العادات الادخارية في سورية و كان لها تجارب ناجحة في الفترة التي تلت مرحلة الاستقلال الوطني.

فالشركات المساهمة تتيح للمواطنين توظيف رؤوس أموالهم الصغيرة وتجميعها ضمن رأس مال الشركة الكبير الذي يمكنها من القيام بمشروع تنموي هام. ويساعد ذلك على زيادة



حصيلة ضريبة الدخل ويقلل أعباء الدوائر المالية في التدقيق ويوفر فرص عمل جديدة تخفض معدلات البطالة.

ويعتقد الكثيرون أنه لو شجعت الدولة الشركات المساهمة لجنبت البلاد النتائج الكارثية التي تعرضت لها نتيجة توقف جامعي الأموال عن تسديد التزاماتهم المالية تجاه أكثر من 150 ألف مودع، الأمر الذي أسهم في تكريس الركود الاقتصادي وانتشار مضاعفاته السلبية.

ومن مزايا الشركات المساهمة أنها تعتمد إدارة منتخبة تتمثل بمجلس الإدارة، وبالتالي فهي تمثل الديمقراطية الاقتصادية المقابلة للديمقراطية السياسية<sup>1</sup>.

ولابد من الإشارة إلى أن التسجيل في سوق المال يوفر للشركات المساهمة عدداً من المزايا<sup>2</sup>:

1. يعد التسجيل بحد ذاته إعلاناً مجانياً عن المنشأة، يتوقع أن يكون له أثره الإيجابي على المبيعات، و تزداد فاعلية الإعلان كلما كان التعامل على أسهم المنشأة نشطاً.
2. إن التشريعات في بعض الدول تنص على أن يكون تعامل المؤسسات المالية - وهي تتميز بضخامة حجم معاملاتها - في الأسهم المسجلة في البورصات فقط. وهذا يعني أن التسجيل من شأنه أن يزيد حركة التعامل في أسهم المنشأة المعنية، وربما يكون لذلك أثر إيجابي على أسعارها.
3. إن التسجيل في البورصة يزيد الثقة في أن حركة سعر السهم هي حركة غير مفتعلة أي حركة لا تقوم على خداع أو غش من قبل بعض المتعاملين .
4. تسجيل الأسهم يشجع المستثمرين على التعامل فيها. ذلك أن الأسهم المسجلة تتيح لهم الحصول على معلومات مستمرة - من خلال بعض وسائل الإعلام - عن المنشأة المصدرة لها، وحجم التعامل على أسهمها وأسعار الإقفال والافتتاح.
5. التسجيل يعطي انطباعاً إيجابياً عن المركز المالي للمنشأة، مما يسهل عليها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بحد أدنى من التكلفة.

1 بوحسون، د. ياسر - واقع وآفاق الشركات المساهمة في سورية - مجلة بحوث جامعة حلب، سلسلة العلوم الاقتصادية، العدد 7 العام 2001، ص 4.

<sup>2</sup> هندي، منير إبراهيم - 1997 - الأوراق المالية و أسواق رأس المال - منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر. ص 98 - 99.

6. كذلك فإن بيع الأسهم أو شراءها - سواءً أكانت مسجلة في بورصة أم غير مسجلة- يتم من خلال السماسرة الذين يحصلون على عمولاتهم في جميع الأحوال، إلى جانب أن إجراءات الإصدار واحدة في الحالتين، بمعنى أن التسجيل لا ينطوي على أعباء إضافية في هذا الشأن.

7. وأخيراً فقد أثبتت دراسات سابقة أن هامش الربح Profit Margin الذي يحققه التاجر على السهم المسجل في البورصة عادةً ما يكون منخفضاً، بالمقارنة مع الهامش الذي كان يحصل عليه التاجر قبل التسجيل. وحيث إن انخفاض الهامش يعني تقارب سعر شراء الورقة وسعر بيعها لدى التاجر أي انخفاض الفرق السعري Spread، فإنه يمكن الادعاء بأن تسجيل السهم يعني أن التاجر يشتريه بأعلى سعر ممكن وهو ما يحمل في طياته تعظيم القيمة السوقية للسهم وتعظيم ثروة الملاك بالتبعية.

### سادساً: الرقابة على أداء الشركات.

تقوم سوق المال بدور الرقابة على الوحدات الاقتصادية المسجلة في البورصة:

1. الدور الرقابي يبدأ من لحظة الإدراج في البورصة من خلال الشروط التي تفرضها على الشركات الراغبة في التسجيل فإذا أخذنا في الحسبان شروط تسجيل الشركات في بورصة نيويورك ولاسيما الشروط المتعلقة بحجم الأرباح فإنه يمكن القول إن التسجيل يُعدّ بمثابة شهادة من البورصة بقوة المركز المالي للمنشأة.

2. تكون حسابات الشركات المساهمة علنية وجهازية لإطلاع المساهمين ومفتشي الحسابات والدوائر المالية والجمهور ما دامت ميزانياتها تُنشر في الجريدة الرسمية والصحف اليومية. وهذا ما يُسهل عملية الرقابة وتحديد مطرح الضريبة وفرضها وتحصيلها.

3. تعدّ البورصة جهة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة سياسات الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في ردهة البورصة، فالشركات التي تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عالٍ من الكفاءة تتحسن أسعار أسهمها في البورصة، أما الشركات التي تتبع إدارتها سياسات غير كفؤة فإنها تنتهي إلى نتائج أعمال غير مرضية وتتجه أسعار أسهمها في السوق نحو الهبوط.

تنبع أهمية هذا الدور من أنه يضيف مناخاً من الشفافية على عمل الشركات المساهمة

المدرجة، فأى خلل في أداء هذه الشركات ينعكس على أسعار أسهمها وهذا بدوره يدفع إدارات هذه الشركات للعمل بمسؤولية ومحاولة معالجة مواطن الخلل بأقصى سرعة. فاستمرار الوضع على ما هو عليه يعتبر مؤشراً على تراجع مكانة الشركة ضمن القطاع الذي تنتمي إليه، وهذا بدوره يؤثر على قدرة المنشأة في الحصول على احتياجاتها المالية سواء من المصارف أو من سوق المال وقد ينتهي الأمر باعتبار الشركة غير مؤهلة للبقاء في سوق المال.

الفصل الثاني

تطور الأسواق المالية الناشئة والأزمات التي

تعاني منها .

**المبحث الأول: نشأة وتطور بعض الأسواق المالية**

**الناشئة.**

**المبحث الثاني: كفاءة أسواق المال.**

**المبحث الثالث: الأزمات في الأسواق المالية الناشئة.**

## الفصل الثاني – المبحث الأول نشأة و تطور بعض الأسواق المالية الناشئة.

### بورصة عمان

**نبذة عامة:** بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن منذ بداية ثلاثينيات القرن العشرين حيث تم تأسيس ثلاث شركات كبرى في تلك الفترة هي المصرف العربي وشركة التبغ والسجائر وشركة الكهرباء. وقد أخذ الجمهور الأردني يكتتب في أسهم هذه الشركات ويتعامل بها منذ ذلك التاريخ، ثم توالى تأسيس الشركات المساهمة العامة ليصل إلى (66) شركة عام 1978. أما بالنسبة لإسناد القرض فقد تم إصدار أول إسناد قرض في أوائل الستينيات.

وفي غياب سوق منظم لتداول للأوراق المالية فقد كان التعامل بها يتم من خلال مكاتب غير متخصصة أو ما يسمى في أدبيات أسواق الأوراق المالية بالسوق غير المنظم. ومع ازدياد أعداد الشركات المساهمة العامة وتوسع الحكومة في إصدار أدوات الدين العام، اتضحت الحاجة إلى إنشاء سوق منظم حيث دعت لذلك خطط التنمية المتعاقبة. وقد تبع ذلك جهود كبيرة ودراسات عدة مما أثمر عن تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم (31) لسنة 1976 حيث بدأ أول يوم عمل فعلي له كسوق منظم للأوراق المالية في 1/1/1978، وكان من أهم أهدافه تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، إضافة إلى تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبته والتعامل بها بطريقة تكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته. وكان سوق عمان المالي يقوم بدورين رئيسيين هامين هما دور الهيئة الرقابية على سوق رأس المال، ودور البورصة التقليدية للأوراق المالية.

ولقد خطا سوق عمان المالي منذ إنشائه خطوات هامة على صعيد سوق رأس المال المحلي حيث حقق تقدما كبيرا في تحقيق أهدافه التي وضعت له مما جعله يحتل مكانة مرموقة بين الأسواق الناشئة في المنطقة وفي العالم وفي شهر أيار من عام 1997 صدر قانون

الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 الذي بدأ بصدور مرحلة إعادة هيكلة إصلاح سوق رأس المال الوطني، وتم بموجبه إنشاء ثلاث مؤسسات بدلاً من سوق عمان المالي، كما تم فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي في سوق رأس المال الوطني.

وفيما يتعلق بالتطور الكمي لسوق الأوراق المالية<sup>□</sup> فقد ارتفعت القيمة السوقية من 286 مليون دينار في عام 1978 لتصل إلى 13 مليار دينار في عام 2004. ومن حجم تداول مقداره 9,7 مليون دينار عام 1978 إلى 3.793 مليار دينار في عام 2004. وبالنسبة لعدد الشركات المدرجة فقد ارتفع عددها من 66 شركة في عام 1978 إلى 192 شركة في عام 2004. وقد وصلت نسبة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في عام 2004 إلى ما يقارب 184.7% من الناتج المحلي الإجمالي وهي نسبة عالية جداً تتفوق مثيلاتها في الدول المتقدمة.

في ظل العولمة ونتائجها التي حدثت على صعيد العالم والتقدم الكبير في مجال ثورة الاتصالات والمعلومات وانهيار الحواجز بين دول العالم، إضافة لالتزام العديد من الدول بتطبيق المعايير العالمية في مختلف المجالات، فقد أدى ذلك إلى بروز تحديات كبيرة أمام دول العالم وخاصة النامية منها لإعادة تقييم أوضاعها وترتيبها ضمن هذه المعطيات والظروف الجديدة. وقد حدا ذلك بأغلب هذه الدول إلى تطبيق برامج مكثفة لإعادة هيكلة اقتصادياتها وإجراء إصلاحات تشريعية وهيكلية لمواكبة هذه التغيرات واستيعاب التطورات التي حدثت على صعيد العالم. وقد أدرك الأردن منذ البداية حجم تحديات هذه المرحلة كما التزم بالعولمة وبتحرير الاقتصاد ودمجه في الاقتصاد العالمي، وبدأ باتخاذ خطوات هامة كان من أهمها إصدار العديد من التشريعات الاقتصادية، وتنفيذ العديد من الإجراءات والقرارات للنهوض بالاقتصاد وبمؤسسات الوطن.

وقد كان من أهم التشريعات الاقتصادية والخطوات التي تم اتخاذها، إصدار قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997، الذي هدف إلى إحداث نقلة نوعية هامة في تاريخ سوق رأس المال الوطني.

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي — قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية — الربع الثالث — العام 2004 — العدد التاسع والثلاثون.

## هيئة الأوراق المالية

هيئة الأوراق المالية هي إحدى ثلاث مؤسسات نص القانون على إنشائها، وهي هيئة رسمية رقابية منظمة لسوق رأس المال الوطني. ولها شخصية اعتبارية وتتمتع باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء، وذلك تعزيزاً لاستقلالها وحتى تعمل بكفاءة وفعالية لتحقيق الأهداف التي أنشئت من أجلها .

### وتهدف الهيئة إلى :

- 1- توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية.
  - 2- تنظيم سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال في المملكة وتطويرهما ومراقبتهما.
  - 3- حماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين والجمهور من الغش والخداع.
- ولكي تتحقق هذه الأهداف فقد أوكل القانون إلى الهيئة المهام التالية :
- 1- تنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها ومراقبتهما.
  - 2- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها وهذه الجهات هي :

- السوق (سوق الأوراق المالية).
- مركز إيداع الأوراق المالية.
- المرخص لهم.
- المصدرون.
- صناديق الاستثمار.
- المعتمدون.

- 3- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين عليها، وكبار المساهمين والمستثمرين فيها.
- 4- تنظيم عمليات البيع على المكشوف للأوراق المالية.
- 5- تنظيم العروض العامة لشراء أسهم الشركات المساهمة العامة.

## مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية

للهيئة مجلس مفوضين مكون من خمسة أعضاء من بينهم الرئيس ونائب الرئيس من ذوي الخبرة والاختصاص بشؤون الأوراق المالية. وقد ألزم قانون الأوراق المالية كل عضو من أعضاء المجلس فور استلامه مهام عمله بالتصريح خطياً عما يملكه من أوراق مالية أو تلك التي تقع تحت تصرفه أو تحت تصرف أحد أقربائه، وكذلك مساهماته وحصصه التي يملكها أو التي تحت تصرفه أو تحت تصرف أحد أقربائه في أي شركة خدمات مالية، أو عن أي تغيير يطرأ عليها خلال ثلاثة أيام من تاريخ علمه بالتغيير. وحظر القانون على كل عضو في المجلس أن يمارس أي مهمة أو عمل آخر أو أن يكون عضواً في مجلس الأمة أو أن يشغل منصباً أو وظيفة في أي شركة أو مؤسسة أو في الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات أو أن يكون له تأثير في اتخاذ القرارات في الجهات المذكورة أو أن يقدم أي مشورة لأي منها.

وقد جاءت هذه القيود على أعضاء المجلس لتهيئة المجلس ممثلاً بأعضائه ليمارس عمله في الرقابة على سوق رأس المال وتطويره وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية والأهداف الأخرى للهيئة، بعيداً عن أي مصلحة شخصية أو أي تأثير آخر نظراً لأهمية هذا العمل وحساسيته. ومن الجدير بالذكر أن أول مجلس مفوضين لهيئة الأوراق المالية باشر عمله في 1997/9/1.

ويرى الباحث أن اختصاص الهيئة بالأعمال الرقابية واستقلالها المادي والإداري يوفر لها العمل في مناخ جيد وينعكس إيجاباً على تداول الأوراق المالية في بورصة عمان ويضمن مناخاً آمناً للمستثمرين ويمكن الهيئة من المتابعة الدائمة لعمليات التداول وتقديم الحلول عند الحاجة.



## صلاحيات مجلس مفوضي الهيئة

ومن أهم صلاحيات المجلس التي نص عليها قانون الأوراق المالية إضافة لصلاحياته بإدارة الهيئة ووضع التعليمات والقرارات اللازمة لتنفيذ أحكام قانون الأوراق المالية ما يلي<sup>1</sup>:

- 1- إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية.
- 2- منح التراخيص التي تصدر بموجب أحكام القانون، والموافقة على تسجيل صناديق الاستثمار.
- 3- الموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة والمركز والنظر في الاعتراضات على القرارات الصادرة عنهما، إضافة إلى صلاحية المجلس بتعليق نشاط السوق لمدة لا تزيد عن أسبوع و بموافقة رئيس الوزراء إذا زادت المدة على ذلك.
- 4- الموافقة على الرسوم والعمولات التي يتقاضاها كل من البورصة والمركز، إضافة لتحديد العمولات التي تتقاضاها شركات الخدمات المالية المرخص لها وأعضاء المركز من عملائهم بحدودها الدنيا والعليا.
- 5- اعتماد المعايير المحاسبية ومعايير التدقيق وتقييم الأداء التي يجب على الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة التقيد بها، إضافة لتحديد المعايير والشروط الواجب توافرها في مدققي الحسابات المؤهلين لتدقيق حسابات تلك الجهات.
- 6- منع إصدار أو تداول أية ورقة مالية في البورصة في حال وجد المجلس ذلك ضروريا.

## مديرية الهيئة<sup>2</sup>

- 1- دائرة الإصدار والإفصاح: تتولى شؤون إصدار الأوراق المالية وتنظيم إجراءات تسجيلها لدى الهيئة وإدراجها إضافة لشؤون الإفصاح الخاصة بالجهات الخاضعة لرقابة الهيئة ومراقبة تطبيق المعايير المحاسبية ومعايير التدقيق المعتمدة، ومراجعة البيانات المالية

<sup>1</sup> قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997.

2 المادة 4 من النظام الداخلي الإداري — صادرة بالاستناد لأحكام المادة (65/ج) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002

لمصدري الأوراق المالية، بالإضافة إلى إتاحة المعلومات الضرورية لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

2- دائرة الرقابة على سوق رأس المال: تتولى الرقابة على التداول في البورصة وعملياتها والرقابة على المركز وأعماله والتفتيش على البورصة والمركز، كما تتولى متابعة سوق رأس المال بما يضمن تحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية ويحد من الممارسات التي تؤثر سلباً على سوق رأس المال.

3- دائرة الترخيص والتفتيش: تتولى شؤون ترخيص شركات الخدمات المالية ومعتمدي المهن المالية والتفتيش عليهما، ومراقبة التزامهم بالقوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها والنظر في الشكاوي المقدمة ضدهم، إضافة إلى العمل مع الجهات ذات العلاقة على تطوير أعمال ونشاطات شركات الخدمات المالية ورفع مستوى كفاءة معتمدي المهن المالية.

4- دائرة التنفيذ والمتابعة: تتولى التحقيق في مخالفات أحكام قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه، ومتابعة تنفيذ الإجراءات القانونية بحق المخالفين

5- دائرة البحوث: تتولى شؤون البحوث وتزويد القائمين على اتخاذ القرار في الهيئة بكافة الإحصائيات والبيانات والمعلومات الضرورية عن سوق رأس المال والاقتصاد في المملكة، ورصد كافة التطورات المتعلقة بهذا الشأن محلياً وعالمياً. كما تتولى الدائرة شؤون الإعلام والعلاقات العامة، وتوعية الجمهور ونشر الوعي فيما يتعلق بالتعامل بالأوراق المالية.

6- دائرة تكنولوجيا المعلومات: تتولى شؤون أنظمة المعلومات والجوانب الفنية المتعلقة بها من كوادرات وأجهزة وأنظمة وتحديثها بما يتواءم مع التطور العلمي وبما يمكن الهيئة من تنفيذ أهدافها بدقة ووضوح.

7- دائرة الشؤون الإدارية والمالية: تتولى الأمور الإدارية والمالية وشؤون الموظفين وتطوير الموارد البشرية وشؤون اللوازم والعطاءات والأبنية.

8- مكتب الشؤون القانونية: يتولى متابعة الشؤون القانونية بما في ذلك قانون الأوراق المالية والقوانين والأنظمة والتعليمات ذات العلاقة بسوق رأس المال وأي تشريعات تتعلق بأعمال الهيئة وتقديم الاستشارات القانونية ومتابعة القضايا المتعلقة بها.

9- مكتب الرقابة الداخلية: يتولى شؤون الرقابة والتدقيق على أعمال الهيئة الداخلية ويرتبط بالرئيس.

ومن الجدير ذكره أنه إضافة للمجلس والرئيس ونائبه والمدير التنفيذي ومديري الدوائر والوحدات الإدارية، فهناك أيضاً في الهيئة اللجان الدائمة والمؤقتة والتي يتم تشكيلها حسب الحاجة التي تقتضيها المصلحة، وبما يمكن الهيئة من تحقيق أهدافها، ويرى الباحث أن تشكيل اللجان المؤقتة يضيف شيئاً من المرونة على عمل هيئة الأوراق المالية لمواجهة أي تطورات عند وقوعها، ووجود هذا العدد من الدوائر المتخصصة يؤدي إلى تنفيذ الأعمال المنوطة بالهيئة بشكل أفضل ويمنع ازدواج المسؤوليات بما يعزز من دورها كمؤسسة رقابية منظمة لسوق المال.

سوق تداول الأوراق المالية (بورصة عمان): نشأ في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية سُمي بورصة عمان بموجب قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997، ومنذ شهر آذار 1999 أخذ يتمتع سوق الأوراق المالية بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري حيث يعدّ الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة بوصفها سوقاً نظامياً لتداول الأوراق المالية في المملكة، ويخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية.

قامت بورصة عمان بإصدار تعليمات التداول الإلكتروني وإدراج الأوراق المالية التي تُعدّ مكملة للإطار التشريعي لسوق رأس المال الذي وضع قانون الأوراق المالية خطوطه العريضة، كما قام سوق الأوراق المالية باستكمال إجراءات التداول الإلكتروني لكافة الشركات في السوق للتداول إلكترونياً مما سينعكس إيجاباً على المستثمرين وعلى شفافية التداول الذي يعزز الثقة بسوق الأوراق المالية ويدعم توجهات البورصة بإعطائها مزيداً من العمق\* وجذب المدخرات الوطنية والدولية.

**التداول في بورصة عمان<sup>1</sup>**: يتم التداول في بورصة عمان خلال خمسة أيام في الأسبوع من الأحد إلى الخميس ولساعتين يومياً من الساعة العاشرة إلى الساعة الثانية عشرة فقط. ومن

\* يُقصد بعمق السوق Market Depth أن هناك أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المعنية، ونتيجة لذلك فإن أي خلل في التوازن بين الكميات المعروضة والمطلوبة عادةً ما يسفر عن تغير طفيف في الأسعار وهو ما يعنى ضالة الحسائر الرأسمالية إن حصلت. أنظر: هندي، منير إبراهيم - الأوراق المالية وأسواق رأس المال - ص 534 - منشأة المعارف - الإسكندرية - 1997.

1 تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان صادرة بالاستناد لأحكام المادة (67/ج) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002

أهم محددات التداول في البورصة هو تحدد هامش تغير سعر السهم بـ 5% يومياً أكثر أو أقل من سعر إقفال اليوم السابق. مما يوفر استقراراً فريداً للبورصة ويمنع حالات الانهيار أو الصعود المفاجئ للأسعار، ويرى الباحث أن وجود هامش لتغير السعر من شأنه أن يمنع التقلبات في أسعار الأسهم وخاصة تلك الناتجة عن معلومات داخلية قد يستفيد منها أشخاص دون غيرهم.

يتم التداول في بورصة عمان من خلال نظام التداول الإلكتروني الجديد بحيث يقوم الوسطاء المعتمدون بإدخال أوامر البيع والشراء من خلال مكاتبهم ويمكنهم من متابعة عمليات التداول بشكل حي ومباشر عبر شاشات خاصة وُضعت في مكاتبهم لهذا الغرض، ويرتبط وسطاء بورصة عمان ومصدرو الأوراق المالية والمستثمرون المؤسسون وشركات مزودي المعلومات وغيرهم من المؤسسات المالية بمؤسسات سوق رأس المال عن طريق شبكة إلكترونية أرضية واسعة. ويرى الباحث أن اعتماد نظام التداول الإلكتروني لتسوية المعاملات من شأنه أن يعطي صورة شفافة عن وضع السوق فالمعلومات المتعلقة بالصفقات في متناول الجميع ويمكن الوصول إليها بسهولة تجسيداََ لمبدأ عدالة السوق\*. ويُسهل عملية الرقابة على التداول ويُسرّع من عملية إتمام الصفقات تجسيداََ لمبدأ سيولة السوق. إضافةً إلى أنه يُسهل عملية الالتقاء بين البائعين والمشتريين وبالتالي توفير عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المعنية الأمر الذي يُسهل في منع حدوث اختناقات في العرض أو الطلب مما يحقق استقراراً نسبياً في سعرها وهو ما يعرف بمبدأ اتساع السوق.

تتألف بورصة عمان من سوق الإصدار الأولي وسوق التداول الثانوي.

هيكل السوق الثانوية للأوراق المالية: السوق الثانوي هو السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها.

السوق الأول: ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان.

السوق الثاني: ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية

\* يقصد بعدالة السوق Fair Market أن يتيح السوق لجميع المتعاملين فرصة متساوية للتعامل وذلك سواء من حيث الوقت أو إتاحة المعلومات. أنظر:

هندي، منير إبراهيم - الأوراق المالية وأسواق رأس المال - ص 557 - منشأة المعارف - الإسكندرية - 1997.

تحكمها شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان. سوق السندات: ذلك الجزء من السوق الثانوية الذي يتم من خلاله التعامل في قاعة التداول بالسندات الحكومية وإسناد القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات التحويلات خارج القاعة: ذلك الجزء من السوق الثانوية الذي يتم من خلاله إجراء التحويلات الارثية والعائلية.

السوق الأول: يشمل هذا السوق أسهم الشركات ذات المراكز المالية القوية التي ينشط التداول عليها أكثر من غيرها والتي تلبي أكثر شروط الإدراج تشدداً

#### شروط الإدراج في السوق الأول ومتطلباته □:

ينقل إدراج أسهم الشركة من السوق الثاني إلى السوق الأول إذا تحققت الشروط التالية:

- 1- أن يكون قد مضى عام كامل على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثاني.
- 2- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن (100%) من رأس مالها المدفوع.
- 3- أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً صافية قبل الضريبة في سنتين ماليتين على الأقل خلال السنوات الثلاث الأخيرة التي تسبق نقل الإدراج.
- 4- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة\* في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها بتاريخ انتهاء سنتها المالية:

- 5% إذا كان رأسمالها 50 مليون دينار فأكثر.
- 10% إذا كان رأسمالها أقل من 50 مليون دينار.
- 5- أن لا يقل عدد مساهمي الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن 100 مساهم.

<sup>1</sup> المادة 7 من تعليمات الإدراج صادرة بالاستناد لأحكام المادة (72) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002

\* الأسهم الحرة: هي أسهم الشركة المتاحة للتداول، وتعتبر الأسهم التالية غير متاحة للتداول:

- الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس إدارة الشركة وأقربائهم.
- الأسهم المملوكة من قبل الشركات الأم أو التابعة أو الحليفة.
- الأسهم المملوكة من قبل مساهمين يملكون (5%) أو أكثر من رأس مال الشركة.
- الأسهم المملوكة من قبل الحكومات والمؤسسات العامة.
- الأسهم المملوكة من قبل نفس الشركة (أسهم الخزينة).

تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان - المادة 2. صادرة بالاستناد لأحكام المادة (72) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002

6- أن لا يقل عدد أيام تداول أسهم الشركة عن 20% من عدد أيام التداول الكلي خلال آخر اثني عشر شهراً، وأن يكون خلال نفس الفترة قد تم التداول بـ(10%) على الأقل من الأسهم الحرة للشركة.

### شروط الإدراج في السوق الثاني ومتطلباته:

يجب توافر الشروط التالية في الشركات التي تتقدم بطلب إدراج أسهمها في السوق الثاني:<sup>1</sup>

1. تسجيل الأوراق المالية المعنية لدى الهيئة .
2. إيداع الأوراق المالية المعنية لدى مركز إيداع الأوراق المالية
3. .على الجهة المصدرة تقديم طلب الإدراج لكامل الإصدار مرفقاً به جميع الوثائق والمستندات المطلوبة وفقاً للنموذج المعد لهذه الغاية .
4. على الشركة التي تتقدم بطلب إدراج أسهمها في السوق الثاني أن تزود البورصة بالبيانات والمعلومات التالية :

- علاقتها مع الشركات الأخرى سواء أكانت شركة أم تابعة أم حليفة إن وجدت
- أسماء أعضاء مجلس الإدارة وأسماء أشخاص الإدارة التنفيذية العليا ورتبهم، والأوراق المالية المملوكة من قبل أي منهم أو أقربائهم وعضوية أي منهم في مجالس إدارات الشركات الأخرى.

- أسماء الأشخاص الذين يملكون (5%) أو أكثر من أسهم الشركة .
- كشف يتضمن أسماء مساهمي الشركة وعدد الأسهم المملوكة من قبل كل منهم ونسبة مساهمة غير الأردنيين في الشركة .

- أي معلومات أخرى تراها البورصة ضرورية لاتخاذ قرار الإدراج .

وينقل إدراج أسهم الشركة من السوق الأول إلى السوق الثاني في أي من الحالات

التالية: □

1 المزيد من المعلومات حول شروط الإدراج في بورصة عمان راجع: المادة 3،4،5 صادرة بالاستناد لأحكام المادة (72) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002

2 المادة 8 من تعليمات الإدراج صادرة بالاستناد لأحكام المادة (72) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002

- 1- انخفاض صافي حقوق المساهمين إلى ما دون (75%) من رأس المال المدفوع.
  - 2- إذا أظهرت حسابات الشركة وجود خسائر في آخر ثلاث سنوات مالية.
  - 3- انخفاض نسبة الأسهم الحرة في الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن الحد المقرر في البند (4) من شروط ومتطلبات الإدراج في السوق الأول
  - 4- انخفاض عدد مساهمي الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن (75) مساهماً.
  - 5- انخفاض عدد أيام تداول الشركة خلال آخر اثني عشر شهراً عن الحد المقرر في البند (6) من شروط ومتطلبات الإدراج في السوق الأول.
  - 6- انخفاض نسبة الأسهم المتداولة للشركة خلال آخر اثني عشر شهراً عن الحد المقرر في البند (6) من شروط ومتطلبات الإدراج في السوق الأول.
- وتجدر الإشارة إلى أنه كان هناك ما يسمى بالسوق الثالث كجزء من السوق الثانوي ويضم الشركات التي لا تحقق شروط الإدراج في السوقين الأول والثاني لتداول الأوراق المالية، وفي الأول من تموز 2004 تمّ إلغاء العمل بهذا السوق بسبب ضعف تعاملاته التي لا تتجاوز 1% من مجمل تداولات السوق ككل. وفي نفس التاريخ السابق، وحسب البورصة، حققت 84 شركة شروط الإدراج في السوق الأول فيما سيتم إدراج أسهم الشركات الأخرى والبالغة 104 شركة في السوق الثاني.

ويرى الباحث أن تقسيم السوق الثانوي إلى سوقين (وفيما مضى إلى ثلاثة أسواق) تختلف فيما بينها من حيث شروط الإدراج، من شأنه أن يقدم تصوراً جيداً لعامة المستثمرين عن أوضاع تلك الشركات، فالشركات المدرجة في السوق الأول لاشك أنها أفضل من تلك المدرجة في السوق الثاني وذلك دون الخوض في شروط الإدراج أو البيانات المالية لتلك الشركات، ومثل هذا التصنيف يخدم بالدرجة الأولى المستثمرين غير المختصين بالشؤون المالية وأيضاً المستثمرين غير الراغبين باستشارة محللين ماليين.

الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمان: بدأ سوق عمان المالي منذ عام 1980 باحتساب رقم قياسي غير مرجح لأسعار الأسهم، وتم اختيار عينة مكونة من 38 شركة من كافة القطاعات وذلك لاحتساب الرقم القياسي العام، وقد تم تحديد أسعار افتتاح تداول الأول من كانون الثاني 1980 كفترة أساس بحيث تكون قيمة الرقم القياسي 100 نقطة.

علماً بأنه إضافة إلى الرقم القياسي العام يتم احتساب أرقام قياسية لكافة القطاعات وهي:  
قطاع البنوك والشركات المالية، التأمين، الخدمات والصناعة.

وبعد دراسات إحصائية مكثفة، بدأ سوق عمان المالي منذ مطلع عام 1992  
باحتراب رقم قياسي جديد مرجع بالقيمة السوقية وتم تحديد 31 كانون الأول 1991  
كفترة أساس ( الرقم القياسي = 100 نقطة)، ويقوم هذا الرقم على أساس اختيار عينة  
مكونة من خمسين شركة ممثلة للسوق تمت زيادتها إلى ستين شركة في عام 1994 وإلى  
سبعين شركة في عام 2001، واختيار هذه العينة فقد تم اعتماد خمسة معايير تعكس حجم  
الشركات ومدى سيولتها حيث تمثل هذه المعايير: القيمة السوقية للشركة وعدد أيام التداول  
ومعدل دوران السهم وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، كما يتم أخذ التمثيل القطاعي  
بعين الاعتبار عند اختيار العينة.

يتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناءً على آخر سعر إغلاق متوفر  
للشركات السبعين التي ضمتها العينة ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي. ولتمكين الرقم  
القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة،  
يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل عام من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في  
البورصة بحيث تضاف الشركات النشيطة إلى العينة ويتم سحب الشركات غير النشيطة،  
ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة  
طويلة أو شطب إدراج هذه الشركات.

## الإفصاح<sup>1</sup>

الإفصاح هو الكشف عن المعلومات التي تهتم المستثمرين وهي المعلومات التي تؤثر في سعر  
الورقة المالية. ويجب أن يكون الإفصاح عاماً وللجمهور كافة وليس فقط لحملة الأوراق المالية  
الحاليين. ويتم ذلك عن طريق الصحف اليومية وذلك من خلال تصريح أو إعلان من قبل  
الجهة صاحبة العلاقة. ويكون الإفصاح دورياً يتم خلال فترات محددة مرتبطة بالسنة المالية  
للجهة ذات العلاقة وفورياً عند حدوث المعلومة وبأسرع وقت ممكن .

<sup>1</sup> تعليمات الإفصاح الصادرة بالاستناد لأحكام البندين (3 و 4) من المادة (24/ب) من النظام الداخلي للبورصة لسنة 2004



أما الفائدة من الإفصاح:

1. فلأنه ضرورة أساسية للتسعير العادل للورقة المالية حيث يؤدي توفر المعلومات بشكل كامل إلى إمكانية التقييم السليم لسعر الورقة المالية
2. ولأنه يؤدي إلى الحد من التعامل الداخلي حيث يؤدي إلى توفر المعلومات للجميع وبنفس الوقت إلى عدم إمكانية استفادة أحد الأشخاص قبل غيره من المعلومة.

### أما المطلوب من الشركات المساهمة العامة فهو:

1. تزويد الهيئة والتصريح عن البيانات الأولية بتعبئة النموذج المحدد لهذه الغاية وخلال فترة (45) يوماً من انتهاء السنة المالية للشركة.
2. تزويد الهيئة والإعلان عن البيانات السنوية من خلال إعداد التقرير السنوي خلال فترة (3) أشهر من انتهاء السنة المالية للشركة.
3. تزويد الهيئة والإعلان عن البيانات نصف السنوية من خلال إعداد تقرير نصف سنوي خلال فترة شهر من انتهاء النصف الأول من السنة المالية للشركة.
4. عند تغيير السنة المالية للشركة يجب تزويد الهيئة والإعلان عن بيانات الفترة الانتقالية وذلك خلال (45) يوماً من نهاية تلك الفترة .
5. عند حدوث أمور جوهرية أو أحداث هامة من المحتمل أن تؤثر على ربحية الشركة أو مركزها المالي أو أسعار الأوراق المالية المصدرة من قبلها فيجب إعلام الهيئة بأسرع وقت ممكن والإعلان أو التصريح فوراً عن هذه الأمور أو الأحداث

### **منع التعامل الداخلي**

التعامل الداخلي هو استغلال المعلومات الداخلية من قبل الأشخاص المطلعين أو غير المطلعين ممن آلت إليهم أي معلومات داخلية في تحقيق مكاسب مادية أو معنوية. ويُقصد بالمعلومات الداخلية: هي تلك المعلومات غير المعلن عنها والتي قد تؤثر على سعر أية أوراق مالية في حال الإعلان عنها.

أما الأشخاص المطلعين: فهم الأشخاص الذين يطلعون على المعلومات الداخلية بحكم وظائفهم وعملهم ويشمل ذلك إدارة الشركة وموظفيها ومستشاريها. ويُمنع التعامل

الداخلي :

- لأنه يضر بمصالح حملة الأوراق المالية.
- لأنه ينطوي على تعامل مبني على غش وخداع .
- لأنه يسيء إلى المناخ الاستثماري العام .

الاستثمار: يتميز الأردن بمناخ استثماري جيد وذلك بسبب ما يلي :

1. الموقع الإستراتيجي والفريد من نوعه: يقع الأردن عند التقاء أوروبا وآسيا وإفريقيا، يمثل محور مواصلات بين دول الشرق الأوسط.
2. البيئة السياسية المستقرة.
3. الوصول إلى الأسواق العالمية من خلال مجموعة من اتفاقيات تحرير التجارة.
4. المناطق الحرة والمدن الصناعية.
5. الموارد البشرية المؤهلة والمنافسة: 87% من السكان متعلمون. يتلقى 17% من الأردنيين التعليم العالي.
6. عدد كبير من الإعفاءات:

- إعفاء من ضريبة الدخل والخدمات الاجتماعية 10 سنوات.
- إعفاء من كامل الرسوم الجمركية على الموجودات الثابتة المستوردة.
- إجراءات ترخيص وتسجيل سهلة وميسرة.
- إعفاء العائدات من الصادرات من ضريبة الدخل
- الصناعات التصديرية لا تخضع للرسوم الجمركية على المواد الخام الجديدة المستوردة.

- حرية إعادة رأس المال والأرباح والرواتب إلى وطن المستثمر الأصلي.

حماية المستثمر: تعمل الهيئة على تحقيق أهدافها فيما يتعلق بحماية المستثمر وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية من خلال التركيز على عدة محاور أهمها:

1. إصدار التشريعات الضرورية التي تسهم في تنظيم سوق رأس المال وتطويره وتساعد

في توفير المناخ الملائم للاستثمار في الأوراق المالية.

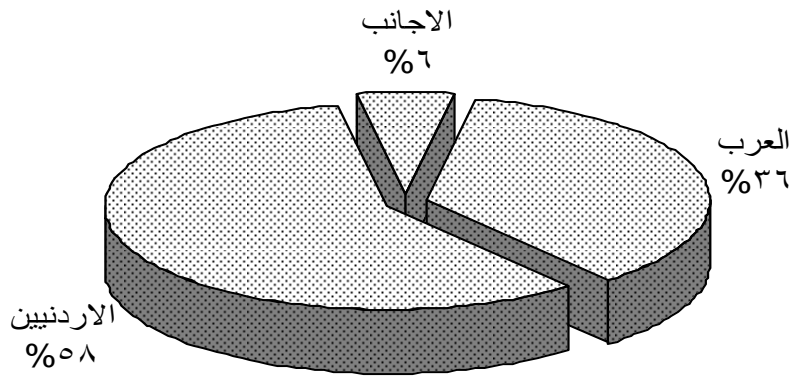
2. توفير الشفافية والإفصاح اللازمين في سوق الأوراق المالية، وتزويد المستثمرين بكافة المعلومات الضرورية التي يحتاجها المستثمر في اتخاذ قراره الاستثماري سواء أكان ذلك فيما يتعلق بالمعلومات عن أداء الشركات المساهمة أم المعلومات المتعلقة بعملية التداول، أم أية معلومات تتعلق بالجهات الخاضعة لرقابة الهيئة.
3. العمل على إيجاد الخدمات المالية الضرورية في سوق رأس المال والنهوض بمستوى الخدمات المالية الموجودة ووضع الشروط اللازمة لتقديم هذه الخدمات.
4. تشجيع إنشاء صناديق الاستثمار المشترك ووضع التشريعات المناسبة لها مما يسهم في توفير الفرص الاستثمارية لصغار المستثمرين، والإدارة الكفؤة للاستثمار، إضافة لمرونتها الكبيرة ومقدرتها على تنويع استثماراتها مما يقلل تعرضها للمخاطر بشكل عام.
5. تطبيق المعايير العالمية في سوق رأس المال ومؤسساته سواء أكان ذلك من خلال تطبيق أحدث المعايير العالمية المتعلقة بالإفصاح أو التداول الإلكتروني، أم بحفظ وتسوية ثمن الأوراق المالية إلكترونياً، أم بتطبيق معايير المحاسبة ومعايير التدقيق العالمية على الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة.
6. اعتماد معايير السلوك المهني للعاملين في الهيئة وللعاملين في البورصة والمركز والأعضاء فيهما.
7. القيام بحملة لتوعية المستثمرين والجمهور بشكل عام بكل ما يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية.
8. الاهتمام بالتدريب المستمر لكادر الهيئة والعاملين في البورصة والمركز، والارتقاء بمستواهم العلمي والمهني، إضافة إلى الاهتمام بتدريب العاملين في شركات الخدمات المالية والارتقاء بمستواهم العلمي والمهني.
9. تلقي الشكاوي من المستثمرين والجمهور والتحقيق فيها واتخاذ الإجراءات المناسبة بما في ذلك إيقاع العقوبات الرادعة، فيما يتعلق بأي مخالفة لأحكام القانون والأنظمة والتعليمات الصادرة عن الهيئة أو حول أي من الممارسات التي تعرض مصلحة المستثمرين أو سوق رأس المال للخطر.

الاستثمار الأجنبي: لقد شهد الأردن عملية إصلاح اقتصادي وتشريعي واسعة هدفت إلى تجاوز الاختلالات التي عانى منها الاقتصاد الوطني وإلى دمج هذا الاقتصاد بالاقتصاد العالمي وإحداث مزيد من الانفتاح الاقتصادي وصولاً إلى إيجاد بيئة استثمارية ملائمة ومناخ استثماري جاذب وآمن.

ووفق هذا التوجه فقد قامت الحكومة بخطوات هامة كان من أهمها الانضمام إلى منظمة التجارة العالمية وتوقيع اتفاقية شراكة مع الاتحاد الأوروبي في المجالات الاقتصادية والمالية والاجتماعية والسياسية. كما تم إقرار العديد من التشريعات المالية والاقتصادية وتعديلها وإزالة القيود أمام الاستثمارات الأجنبية. وفي هذا المجال فقد أزال نظام تشجيع الاستثمارات غير الأردنيين التمييز في منح الحوافز لغير الأردنيين، كما ألغى سقف الملكية وهي نسبة الـ 50% كحد أعلى للملكية أمام المستثمرين غير الأردنيين في جميع القطاعات الاقتصادية باستثناء بعض النشاطات الموجودة في قطاعات التجارة والمقاولات الإنشائية، إذ أصبح بإمكان المستثمر غير الأردني التملك بنسبة 100% في باقي القطاعات. ومن الخطوات الهامة التي تم اتخاذها لتسهيل تدفق الاستثمارات الأجنبية، إزالة كافة القيود أمام حركة الاستثمارات الأجنبية بما في ذلك العوائد والفوائد وأي أموال ناجمة عن هذه الاستثمارات.

أما فيما يتعلق بالاستثمار غير الأردني في سوق الأوراق المالية (بورصة عمان) فقد بلغ في عام 2004 ما نسبته 41.3% وفي عام 2000 ما نسبته 41.7% من القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة، حيث تبلغ استثمارات العرب 36.1% و 5.6% لغير العرب. وتتوزع استثمارات غير الأردنيين على القطاعات المختلفة في السوق كما يلي: البنوك والمؤسسات المالية 55.2%، التأمين 17.9%، الخدمات 21.3% وقطاع الصناعة 30.2%.

الشكل (٦) توزيع الاستثمار في بورصة عمان



ويرى الباحث أن الحكومة الأردنية أدركت أهمية الاستثمار في دفع عجلة التنمية الاقتصادية فقدمت التسهيلات الممكنة لجذب المستثمرين وما يلفت النظر هنا نسبة المستثمرين غير الأردنيين والتي تجاوزت 40% من إجمالي المستثمرين في بورصة عمان ولاشك أن هذه النسبة تعكس ثقة المستثمر بالمناخ الاستثماري المتوفر في الأردن والتسهيلات التي تقدمها الحكومة. وفيما يتعلق بالنسبة القليلة من المستثمرين غير العرب فمن المرجح أن يكون مرده إلى المناخ السياسي الذي تعيشه المنطقة والذي يُعد استقراره من أهم محددات استقرار المناخ الاستثماري وتطوره، بالإضافة إلى ضعف الإعلام فيما يتعلق بتسويق البيئة الاستثمارية الأردنية.

**مركز إيداع الأوراق المالية:** أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية بموجب قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997، ومنذ شهر أيار من عام 1999 بدأ مهامه كمؤسسة أهلية مستقلة إدارياً ومالياً لا تهدف إلى تحقيق الربح، حيث يتولى مهام تسجيل الأوراق المالية وحفظ ونقل ملكيتها وإيداعها وإجراء التقاص والتسوية بالإضافة إلى الحفظ الأمين لها ويكون له

الحق بترميز نوع الورقة المالية وفق الطريقة التي يحددها المركز ويخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية.

يعتبر مركز إيداع الأوراق المالية من أهم مؤسسات سوق رأس المال التي يوكل إليها بالتعاون مع بورصة عمان إحداث نقلة نوعية لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية وإيجاد مناخ ملائم للاستثمارات وتخفيض كلفة الاستثمار ورفع كفاءة تسوية ثمن الأوراق المالية في المملكة وذلك من خلال خمس مراكز يمر بها المركز وصولاً للأهداف المرجو تحقيقها. من أجل الوصول إلى تحقيق هذه الأهداف يقوم المركز بإعداد البرمجيات اللازمة لكل مرحلة وصولاً إلى نظام متكامل يغطي تسجيل الأوراق المالية المتداولة وإيداعها ونقلها وتسوية ثمنها والحفظ الأمين لها وذلك على النحو التالي:

**المرحلة الأولى:** تسجيل الورقة المالية (Registry System) وتعريف المتعاملين بها وإصدار عقد التحويل الإلكتروني تمهيداً لنقل سجلات المساهمين.

**المرحلة الثانية:** إيداع الأوراق المالية (Depository System) وتعنى هذه المرحلة بتثبيت أرصدة المتعاملين بالأوراق المالية من خلال نقل السجلات المعروفة والمثبتة من أقسام المساهمين وإيداعها لدى المركز.

**المرحلة الثالثة:** نقل ملكية الورقة المالية (Clearing System) ويتم في هذه المرحلة البدء بإيجاز عقد التحويل (نقل الملكية) بين المتعاملين بالأوراق المالية.

**المرحلة الرابعة:** تسوية ثمن الأوراق المالية (Settlement System) تعنى بتسوية أثمان الأوراق المالية المتداولة من خلال تطبيق مبدأ التسليم مقابل الدفع (Delivery Versus Payment – DVP).

وهنا يأتي نقل ملكية الأسهم مقابل دفع أثمانها من خلال نظام تسوية يكون مركز الإيداع هو الوسيط لضمان الحقوق وإشراك البنوك المحلية لإتمام عملية التسوية.

**المرحلة الخامسة:** الخدمات الأخرى المساندة: يقوم مركز الإيداع بعد استكمال جميع المراحل بتقديم خدمات أخرى مساندة لجميع أطراف سوق رأس المال وهم:

• المتعاملون بالأوراق المالية.

• مصدر الأوراق المالية.

## • مراقبو سوق رأس المال.

يقوم على إدارة المركز مجلس إدارة من سبعة أعضاء يمثلون الشركات المساهمة العامة وشركات الخدمات المالية المرخص لها بممارسة أعمال الوساطة المالية أو المودع لديه بالإضافة إلى المدير التنفيذي.

**آلية عمل مركز الإيداع:** "بعد نهاية جلسة التداول في البورصة كل يوم عند الساعة الثانية عشرة ظهراً يُرسل البورصة المعلومات عن كافة الصفقات التي أُجريت في هذا اليوم إلى مركز الإيداع، تُدقق المعلومات في مركز الإيداع وتسجل إلكترونياً حيث يتم تسجيل المعلومات التي تتعلق بالورقة والوسيط البائع والوسيط الشاري والعميل الذي انتقلت منه الورقة والعميل الذي انتقلت إليه الورقة، وذلك بسرية تامة. ومن ثم يُعاد إرسال المعلومات إلى الوسطاء إلكترونياً في الساعة الثانية عشرة والنصف لإخبارهم بأنّ العمليات قد تم الموافقة عليها وسُجلت لدى المركز وأصبحت نهائية وتحول بذلك الأرصدة النقدية بين حسابات الوسطاء أطراف التداول"□

### الأوراق المالية المتداولة في البورصة:<sup>2</sup>

يُقصد بالأوراق المالية حقوق ملكية أو أي دلالات أو بيانات متعارف عليها على أنها أوراق مالية، سواء أكانت محلية أم أجنبية، يوافق المجلس على اعتبارها كذلك. يتم التداول في بورصة عمان بأسهم الشركات المساهمة العامة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية الحكومية، بالإضافة لسندات وأذونات الخزينة، وكذلك إسنادات القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة. وتشمل الأوراق المالية، بصورة خاصة، ما يلي:

1. أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.
2. إسناد القرض الصادر عن الشركات.
3. الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات.

<sup>1</sup> جريدة الاقتصادية - العدد الخمسون 16 حزيران 2002 - ص 11.

<sup>2</sup> قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002 المادة 3.

4. إيصالات إيداع الأوراق المالية.
  5. الأسهم والوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار المشترك.
  6. إسناد خيار المساهمة.
  7. العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية.
  8. عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع.
  9. أي حق في الحصول على أي مما ذكر في البنود من (1-8).
- ويرى الباحث أن تعدد أنواع الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان من المؤشرات التي تدلنا على كفاءة سوق عمان، إذا إن وجود هذه الأنواع المختلفة من الأوراق المالية المتباينة في قيمتها من شأنه أن يوفر الفرصة لمختلف شرائح المدخرين للاستثمار في البورصة.
- أداء بورصة عمان:**

تعدّ أسواق المال في المنطقة العربية من الأسواق الصغيرة سواء من حيث رؤوس الأموال أم من حيث الشركات المساهمة المدرجة فيها فمن حيث الشركات المدرجة فإن هذه الأسواق تمثل في عام 1993 ما نسبته 0.6% من إجمالي رؤوس الأموال في أسواق الأوراق المالية العالمية في حين أن الناتج المحلي في المنطقة يناهز 1.3% من إجمالي الناتج المحلي في العالم<sup>□</sup>.

غير أن هذه النسب لا تعبر بشكل حقيقي عن بورصة عمان ففيما يتعلق بالقيمة السوقية ونسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي نجد أن بورصة عمان تحتل المرتبة الثانية بين تسع بورصات عربية والمرتبة الثالثة من حيث نسبة نمو القيمة السوقية<sup>□</sup> خلال أربع سنوات ويعزى الارتفاع الأخير للقيمة السوقية بدرجة كبيرة إلى إدراج أسهم شركات الاتصالات<sup>□</sup>:

لجدول (3) القيمة السوقية في عدد من البورصات العربية<sup>□</sup>

<sup>1</sup> أسواق الأسهم في منطقة الإسكوا — 1994 — اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لمنطقة الإسكوا — ص9.

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي . [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)

<http://www.amf.org.ae/vArabic/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/AMDB%20Update/Markets%20Performance/Daily%20Performance/2002/Current-Day/Current%20HTML%20Daily%20.htm>

التقرير الاقتصادي العربي الموحد — 2004 — صندوق النقد العربي — الفصل السابع — ص 3.20

<sup>4</sup> [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae) . 2004/9/28 صندوق النقد العربي

<http://www.amf.org.ae/vArabic/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/AMDB%20Update/Markets%20Performance/Daily%20Performance/2002/Current-Day/Current%20HTML%20Daily%20.htm>



نسبة نمو القيمة السوقية مابين 2004-2000	نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي	حجم القيمة السوقية 2000 (مليون دولار)	حجم القيمة السوقية 28 أيلول 2004 (مليون دولار)	الناتج المحلي الإجمالي 2000 (مليون دولار)	السوق
172%	59%	4943.16	13452.14	8357.29	بورصة عمان
97%	83%	6624.35	13076.42	7952.57	سوق البحرين للأوراق المالية
32%	9%	1582.5	2095.2	16831.12	بورصة بيروت
44%	27%	10875.84	15,669.68	40174.9	بورصة كازابلانكا (المغرب)
6%	56%	30791.26	32,492.24	54613.95	سوق المال مصر
234%	50%	19847.98	66,284.49	39329.36	سوق الكويت للأوراق المالية
120%	18%	3518.13	7,726.13	19762.98	سوق مسقط لأوراق المالية
248%	39%	67166.04	233,921.70	173077.1	سوق الأسهم السعودي
-14%	14%	2803.12	2,411.71	19759	بورصة الأوراق المالية تونس

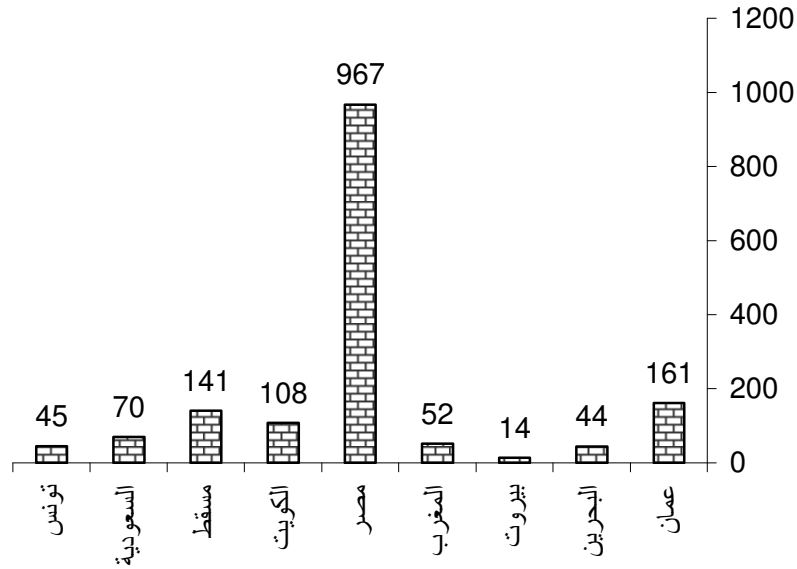
وجاءت بورصة عمان في المرتبة الثانية من ناحية عدد الشركات المدرجة فيها، ونما عدد هذه الشركات بنسبة 69% مابين عامي 1994، 2003.

الجدول (4) عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية<sup>1</sup>

عدد الشركات المدرجة 2003	السوق
161	بورصة عمان
44	سوق البحرين للأوراق المالية
14	بورصة بيروت
52	بورصة كازابلانكا (المغرب)
967	سوق المال مصر
108	سوق الكويت للأوراق المالية
141	سوق مسقط لأوراق المالية
70	سوق الأسهم السعودي
45	بورصة الأوراق المالية تونس

<sup>1</sup> المرجع السابق

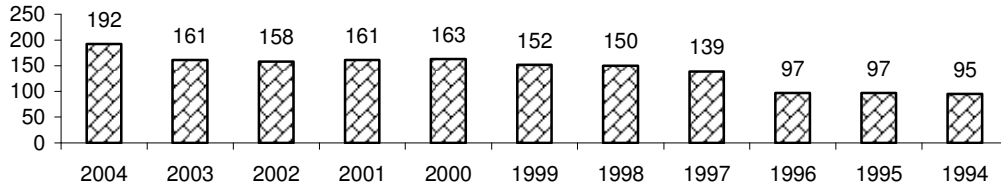
الشكل (٧) عدد الشركات المدرجة ٢٠٠٣



الجدول (5) تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان<sup>1</sup>

1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
95	97	97	139	150	152	163	161	158	161	192

الشكل (٨) الشركات المدرجة في بورصة عمان



وازداد المؤشر العام لبورصة عمان بمقدار 15% ما بين عامي 2003-1998

الجدول (6) تطور المؤشر العام والقطاعي في بورصة عمان<sup>2</sup>

General	Industry	Services	Insurance	Banks	Date
168.33	115.53	117.44	122.79	230	1998
168.47	78.12	109.13	124.93	276.38	1999
165.13	93.6	109.93	123.71	249.98	2000
134.45	74.47	99.68	122.01	202.83	2001

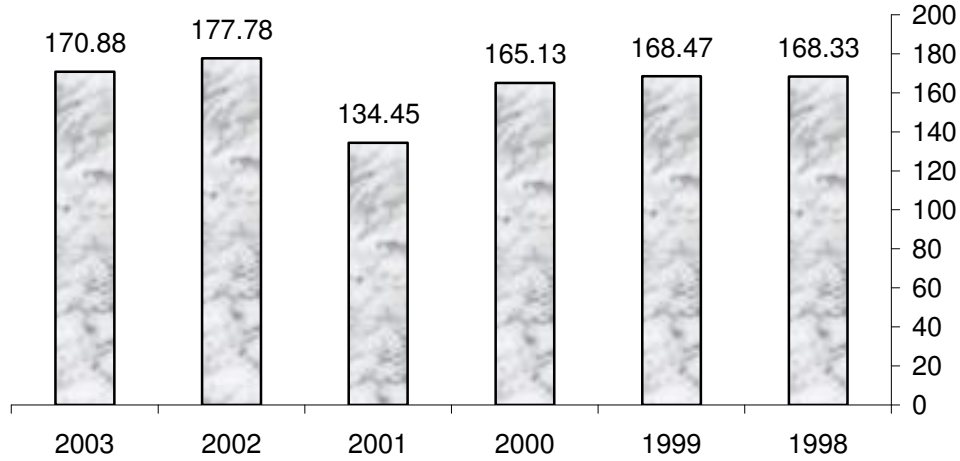
<sup>1</sup> صندوق النقد العربي www.amf.org.ae 2004/9/28

<http://www.amf.org.ae/vArabic/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/AMDB%20Update/Markets%20Performance/Daily%20Performance/2002/Current-Day/Current%20HTML%20Daily%20.htm>

<sup>2</sup> بورصة عمان <http://www.ase.com.jo/ar/index.php>

177.78	95.76	112.15	132	281.89	2002
170.88	102.24	106.76	149.93	256.75	2003

الشكل (٩) تطور المؤشر العام لبورصة عمان



وحققت بورصة عمان تطوراً ملحوظاً في الفترة 2001-2004 وتجدد ذلك بعدد العقود وعدد الأسهم المتداولة التي تضاعف كل منها ثلاث مرات تقريباً خلال تلك الفترة وتضاعف حجم التداول خمس مرات تقريباً لنفس الفترة ويمكن إنَّ السبب في ذلك يعود إلى الأموال العربية المستثمرة في الخارج والتي عادت للاستثمار عربياً بعد أحداث 11 أيلول والمضايقات التي تعرضت لها هذه الأموال واتهامها بأنها تمويل نشاطات إرهابية والدعوات من المنظمات العربية الحليفة لإسرائيل لمصادرتها.

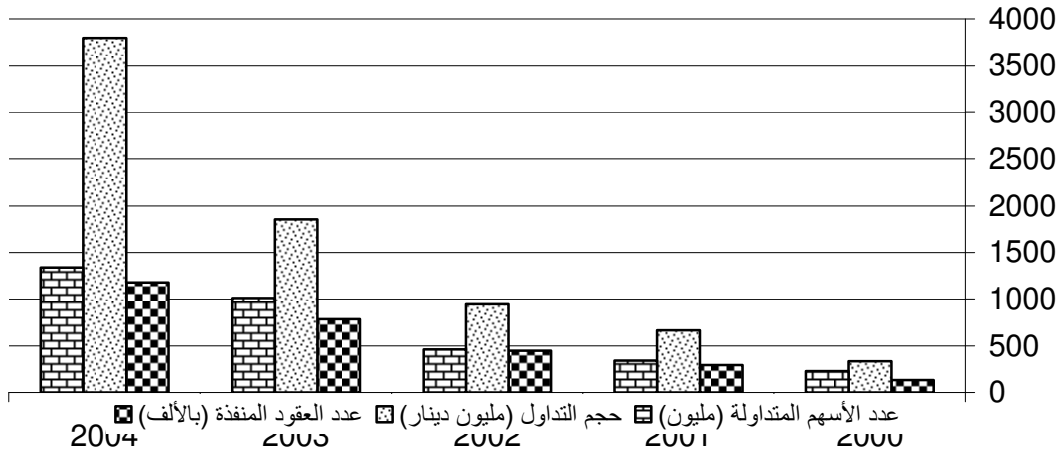
الجدول (7) أحجام التداول في بورصة عمان<sup>1</sup>

أحجام التداول في بورصة عمان					
2004	2003	2002	2001	2000	العام
1178.1	786.2	448.6	295.5	133.3	عدد العقود المنفذة (بالآلاف)*
%49.85	%75.26	%51.81	%121.68		النمو
3793.2	1855.2	950.3	668.7	334.7	حجم التداول (مليون دينار*)
%104.46	%95.22	%42.11	%99.79		النمو
1338.7	1008.6	461.8	340.6	228.4	عدد الأسهم المتداولة (مليون*)
%32.73	%118.41	%35.58	%49.12		النمو

\* تتضمن بيانات السوق الثالث

<sup>1</sup> بورصة عمان <http://www.ase.com.jo/ar/index.php>

### الشكل (١٠) أحجام التداول في بورصة عمان



وفيما يخص القيمة السوقية فقد نمت بنسبة 271% خلال الفترة 2000-2004 وتضاعف عدد الأسهم المتداولة ست مرات تقريباً في حين شهد عائد السهم تراجعاً بدءاً من العام 1998 ويعود ذلك إلى تراجع الوضع الأمني في فلسطين وتأثيره على الأردن نتيجة لوجود أكبر تجمع للفلسطينيين في الشتات في الأردن، مع العلم أن عائد السهم تلقى دفعة إيجابية في منتصف التسعينيات متأثراً باتفاقيات السلام التي وقعتها الأردن.

#### الجدول (8) تطور بعض المؤشرات في سوق عمان للأوراق المالية<sup>1</sup>

العام	عائد السهم	قيمة إصدارات السوق الأولية	القيمة السوقية (مليون دينار)	عدد الأسهم المكتتب بها
1997	0.203	356,356,278	3862	1,073,189,277
1998	0.183	164,022,780	4156.5	1,334,399,885
1999	0.172	128,594,587	4137.7	1,416,929,800
2000	0.109	255,374,067	3509.6	1,572,732,695
2001	0.056	344,230,051	4476.7	1,637,164,364
2002	0.151	305,887,157	5029	1,964,528,787
2003	0.149	613,618,822	7772.8	2,053,791,273
2004	*	732,210,454	13033.8	2,438,184,074

أما معدل دوران السهم فقد تضاعف مرتين ونصف تقريباً مرات خلال الفترة 1999-

<sup>1</sup> بورصة عمان <http://www.ase.com.jo/ar/index.php>

2003 لتحتل بورصة عمان المرتبة الرابعة بين تسع بورصات عربية من ناحية معدل الدوران وتأتي أهمية زيادة معدل الدوران بصفته حافزاً يدفع الوسطاء للقبول بهامش ربح صغير معوضاً ذلك بارتفاع معدل دوران الورقة المالية.

الجدول (9) معدل دوران السهم في عدد من البورصات العربية<sup>1</sup>

بورصة الأوراق المالية تونس	سوق الأسهم السعودي	سوق مسقط لأوراق المالية	سوق الكويت للأوراق المالية	سوق المال مصر	بورصة كازابلانكا (المغرب)	بورصة بيروت	سوق البحرين للأوراق المالية	بورصة عمان	السوق
11.6	41.38	11.04	63.03	24.46	16.82	8.24	2.67	18.83	معدل الدوران %

الجدول (10) معدل دوران السهم في بورصة عمان<sup>2</sup>.

2003	2002	2001	2000	1999
23.78	18.83	14.80	8.21	9.41

مما سبق يتضح لنا أن سوق عمان للأوراق المالية قد شهد تطوراً ملموساً من حيث عدد الشركات المدرجة وحجم التداول وعدد العقود المنفذة وعدد الأسهم التي تم تداولها والقيمة السوقية، إلا أننا نلاحظ أن المؤشر العام ارتفع بنسبة 15% خلال الفترة 1998-2003 وكذلك عائد السهم شهد تراجعاً لنفس المدة للأسباب التي ذكرناها سابقاً.

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي www.amf.org.ae 28/9/2004 –

<http://www.amf.org.ae/vArabic/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/AMDB%20Update/Markets%20Performance/Daily%20Performance/2002/Current-Day/Current%20HTML%20Daily%20.htm>

<sup>2</sup> المرجع السابق

## بورصة بيروت

تأسست بورصة بيروت بموجب القرار رقم 1509 الصادر عن سلطات الانتداب الفرنسي بتاريخ 1920/7/3 والتشريعات المتلاحقة (في الأعوام: 1954، 1961، 1967، 1969، 1978، 1982، 1983، 1995، 1997) لم توضع إلا من أجل زيادة حجم التبادل، في ردهتها، الذي كان قد وصل إلى أدنى مستوياته في العام 1969. ومنذ بداية السبعينيات، عادت بورصة بيروت لتستعيد نشاطها، فبلغ عدد الشركات المسجلة فيها خلال العام 1974 حوالي أربعين شركة. وبعد اندلاع الحرب الأهلية، بدأ نشاط البورصة يتقلص تدريجياً، إلى أن سُئل عملها وأُغلقت في العام 1983.

### إمارة بورصة بيروت

#### لجنة بورصة بيروت

تتألف اللجنة التي تقوم بإدارة البورصة من رئيس وثمانية أعضاء، يعينون بموجب مرسوم يتخذ في مجلس الوزراء بناء على اقتراح وزير المالية لولاية تستمر أربع سنوات. أعمال لجنة بورصة بيروت وصلاحياتها:

تجتمع اللجنة في مطلق الأحوال، مرة واحدة كل أسبوعين، أو بدعوة من رئيسها كلما رأى هذا الأخير ذلك ضرورياً. واستناداً إلى المادة 20 من المرسوم رقم 7667 تاريخ 1995/12/16 المتعلق بتنفيذ النظام الداخلي لبورصة بيروت فإن اللجنة تدير شؤون البورصة وتسهر على حسن سير الأعمال فيها وهي تتولى بصورة خاصة<sup>1</sup>:

- التصديق على الموازنة والإشراف على تنفيذها.
- التصديق على البيانات المالية للسنة المالية السابقة.
- التصديق على عقود صفقات اللوازم والأشغال التي تفوق قيمتها مبلغ 20 مليون ليرة لبنانية والمصادقة على البيانات المالية.
- وضع نظام موظفي البورصة، الذي يدخل حيز التنفيذ بعد موافقة وزارة المالية عليه.

1 المادة 20 من المرسوم رقم 7667 تاريخ 1995/12/16.

- تعيين و صرف موظفي البورصة الذين يزيد مجموع ما يتقاضاه كل منهم عن أربعة أضعاف الحد الأدنى للأجور بتاريخ التعيين أو الصرف، وذلك وفقاً لنظام الموظفين.
- أخذ القرار لأي صك مالي متداول فيها، وذلك عند الضرورة ومهما بلغت مدة التوقف.

بالإضافة إلى ما تقدم، تقوم اللجنة، وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة التي تنظم البورصة بالسهر على إدارة وتنظيم وتطوير الأسواق المحددة في المادة الثانية من القانون (سوق الصكوك المالية وسوق المواد الأولية والمعادن الحديدية بما فيه المعادن الثمينة والعملات) وكذلك بمراقبة نشاطات الشركات المصدرة وبتأمين المعلومات لأي من المصدرين والمتعاملين في البورصة.

## الوسطاء في بورصة بيروت

### تحديد الوسطاء في بورصة بيروت والعمليات التي يقومون بها:

- إن الوسطاء الذين يحق لهم إجراء العمليات في البورصة هم □:
- الأشخاص الذين تم قبولهم من قبل لجنة البورصة بصفة عميل.
  - الأشخاص المعنويون الذين يُقبلون وسيطاً من قبل لجنة البورصة.
- يشار إلى أن حق الوساطة الممنوحة للأشخاص الطبيعيين هو غير قابل للانتقال عبر الإرث ولا يمكن التنازل عنه للغير. ويرى الباحث في ذلك أمراً منطقياً لأنه يجنب البورصة وجود وسطاء غير أكفاء، فلكي يكون الشخص وسيطاً جيداً لا تكفيه الملاءة المالية وإنما يتطلب ذلك أيضاً صفات تتعلق بالكفاءة والخبرة وهذه الصفات لا تنتقل بالإرث.
- وينحصر بالوسطاء وحدهم حق التداول بالصكوك (الأوراق) المالية المدرجة في البورصة باستثناء الحالات التالية:
- الهبات الرسمية.
  - الانتقالات الإرثية.

• العمليات بين شخصين معنويين مدرجة أسهم أحدهما في البورصة عندما يملك أحدهما 20% على الأقل من رأسمال الآخر.

وعلى كل وسيط أن يستوفي كافة الشروط المفروضة وأن يسدد الاشتراكات والرسوم والعمولات المتوجبة والمحددة بموجب النظام الداخلي، وعليه أن يقدم، بالإضافة إلى الوثائق المنصوص عنها في الأحكام المتعلقة بقبول الوسطاء وتعليقهم وشطبهم وضمن نطاق أحكام القانون المتعلق بالسرية المصرفية كافة المعلومات والكشوفات الدورية للعمليات التي أجريت وفقاً للشروط المحددة من قبل اللجنة بموجب قرار ينشر في الجريدة الرسمية.

بالإضافة إلى ما تقدم، لا يجوز للوسطاء من الأشخاص الطبيعيين أن يستحصلوا من المصارف أو من أي شخص آخر (طبيعي أو معنوي) على سلفات لقاء صكوك مالية تزيد قيمتها عن أربعة أضعاف رأسمالهم الإجمالي (إي موجوداتهم الخاصة)، ويرى الباحث أن ذلك يمنع الوسطاء من المغالاة في استخدام الأموال المقترضة في شراء الصكوك وما يترتب عليه من إفلاس الوسطاء عند انخفاض الأسعار إضافةً لذلك فإنهم ينشطون حركة التداول على ورقة مالية معينة مما يعطي انطباعاً إيجابياً حول هذه الورقة. كما لا يجوز لهم أن يكونوا رؤساء مجالس إدارة الشركات المصدرة المقبولة صكوكها في البورصة، وأن يقوموا، لحسابهم أو لحساب زبائنهم، بعمليات على صكوك الشركات المصدرة التي يكونون أعضاء في مجالس إدارتها أو مرتبطين بها بعمل مأجور.

## بورصة بيروت

يشمل سوق بورصة بيروت على السوق الرسمي والسوق الموازي (أو السوق الثاني) وسوق الصكوك غير المدرجة (غير المقبولة) في البورصة.

### الأحكام المطبقة على السوق الرسمي<sup>1</sup>:

يفترض بمصدر الصكوك المالية الراغب بالانتساب إلى السوق الرسمي أن يجيب على الشروط الأربعة التالية:

1. أن يكون، في أول يوم تسعير، على أقصى حد، قد وزع أسهما بنسبة 25%، على

<sup>1</sup> النظام الداخلي لبورصة بيروت - الفصل الخامس - القسم الأول - الجزء الأول - المادة 106.



الأقل، من رأسماله بين الجمهور.

2. أن يكون رأسمال المصدر، بالليرة اللبنانية، معادلاً لثلاثة ملايين دولار أميركي على الأقل.

3. أن يكون عدد المساهمين الحائزين على نسبة 25% من رأسمال الشركة خمسين مساهماً على الأقل.

4. أن يكون قد مر على تأسيسه ثلاث سنوات على الأقل.

### **الأحكام المطبقة على السوق الموازي (السوق الثاني):<sup>1</sup>**

يفترض بمصدر الصكوك المالية الراغب بالانتساب إلى السوق الموازي أن يتمتع بالخصائص التالية:

1. أن يكون في أول تسعير، على أقصى حد، قد وزع أسهماً بنسبة 25% على الأقل من رأسماله بين الجمهور.

2. أن يكون الرأسمال المصدر بالليرة اللبنانية يعادل مليون دولار أميركي على الأقل.

3. أن يكون عدد المساهمين الحائزين على نسبة 25% من رأسمال الشركة خمسين مساهماً على الأقل.

وبرأينا أن نسبة الـ 25% التي حددها المشرع كحد أدنى للأسهم المفروض توزيعها على الجمهور هي نسبة جيدة كمحدد للشركة ذات الطرح العام ولكن من المناسب أن يُعمل على رفعها في السوق الرسمي لتتجاوز نسبة السوق الموازي وأن تكون هذه الأسهم موزعة بين خمسين مساهماً على الأقل "هو أمر جيد" حتى لا تقوم الشركات ببيع صوري للأسهم بهدف الإدراج في بورصة الأوراق المالية. ويرى الباحث أن تقييم رأس مال الشركة التي تريد الإدراج بالدولار الأميركي هو أمر جيد ويعطي مرونة تلقائية لرأس مال الشركة فيتغير تلقائياً عند تغير قيمة العملة المحلية. كذلك يرى الباحث أن إشراف لجنة بورصة بيروت على السوق الموازي هو أمر إيجابي من ناحية أن المعاملات التي تجري في هذا السوق قد تسبب حدوث أزمة مالية كما حدث في أزمة سوق المناخ.

<sup>1</sup> النظام الداخلي لبورصة بيروت - الفصل الخامس - القسم الأول - الجزء الأول - المادة 111.

## الأحكام المطبقة على سوق الصكوك غير المدرجة في البورصة<sup>1</sup>!

حتى يمكن تداول أي صك مالي، في سوق الصكوك غير المدرجة في البورصة يجب أن يكون الصك المذكور صادراً عن شركة مساهمة لبنانية يبلغ رأسمالها، بالليرة اللبنانية، ما يوازي مئة ألف دولار أمريكي على الأقل، ويتم تداول الصكوك بعد مرور ثلاثة أيام عمل في البورصة من تاريخ قبول الطلب.

ويرى الباحث أن وجود سوقين للأسهم المدرجة في بورصة بيروت بالإضافة إلى سوق للأسهم غير المدرجة يشكل وسيلة جيدة للمستثمرين لتقييم الشركات دون التعمق في الأمور المالية، كذلك مكن البورصة من احتواء أكبر عدد ممكن من الشركات.

## الصكوك المالية المتداولة في بورصة بيروت<sup>2</sup>:

بموجب المادة 84 من مرسوم رقم 7667 كانت الصكوك المتداولة في بورصة بيروت

ما يلي:

- كافة فئات الأسهم وكل حق يتيح شراء أسهم المصدر أو الاكتتاب بها أو الانتفاع منها.
- سندات الدين، بما فيها تلك القابلة للتحويل شرط أن تكون الصكوك الناتجة عن التحويل متداولاً بها في البورصة.
- السندات الصادرة عن مؤسسات عامة أو شركات مساهمة لبنانية تسهم الدولة في رأسمالها.

أما المادة 84 (المعدلة) من النظام الداخلي لبورصة بيروت فقد نصت على أنه بالإضافة إلى الفئات السابقة يمكن أن يتناول طلب المصدر أيضاً قبول التالي:

- شهادات الإيداع العمومية المعروفة بأسهم (GDR)<sup>3</sup> شرط أن يوازي عددها 20% من عدد أسهم الشركة مصدرة الأسهم (قامت العديد من الشركات المساهمة اللبنانية ولاسيما المصارف خلال السنوات الأخيرة بتمليك مؤسسات مالية عالية كمية من أسهمها بغية تجميدها وإصدار شهادات إيداع عمومية (GDR) مقابلها ويمكن لأي شخص الاكتتاب بها ومن ثم تداولها بيعاً أو شراءً.

<sup>1</sup> النظام الداخلي لبورصة بيروت - الفصل الخامس - القسم الأول - الجزء الأول - المادة 113.

<sup>2</sup> المادة 84 من المرسوم رقم 7667

<sup>3</sup> Receipt. Global Depository

- أية صكوك مالية أخرى قابلة للتداول بطبعتها.

## تسعير الصكوك المالية<sup>1</sup>:

على المصدر الذي يرغب بتسعير صكوكه في أي من سوقي البورصة الرسمي أو

الموازي أن يتقدم بطلب يتضمن المعلومات التالية:

1. بيان تفصيلي يصف طبيعة الصكوك موضوع الطلب ونوعها وقيمتها.
2. ميزانيات وحسابات الأرباح والخسائر والجرد والحسابات الختامية الموحدة في حال كان للمصدر شركات تابعة لتقارير كل من مجلس الإدارة ومفوضي المراقبة وذلك عن السنوات الثلاث الأخيرة وإلا عن الفترة الممتدة من تاريخ التأسيس حتى تاريخ تقديم الطلب.
3. بيان وصف عام لنشاط المصدر ولأسواقه.
4. بيان بشركات المصدر التابعة في حال وجودها مع تحديد نسبة رأس المال الذي يملكه فيها وتحديد نشاطها الأساسي.
5. كتاب يلتزم بموجبه مقدم الطلب بالتالي:
  - 5.1. التقدم من البورصة بكافة محاضر الجمعيات العمومية العادية وغير العادية ومحاضر مجالس الإدارة المودعة أمانة السجل التجاري.
  - 5.2. إعلام اللجنة والجمهور بكل تطور من شأنه أن يحدث تأثيراً على وضع المصدر المالي أو على نشاطه.
  - 5.3. نشر الميزانيات والحسابات السنوية الختامية الموحدة والمصدقة.
  - 5.4. نشر عناصر النتائج للمصدر كل ستة أشهر في نشرات البورصة الرسمية.
  - 5.5. الالتزام بتزويد البورصة بكافة المعلومات والمستندات الواردة أدناه والمتعلقة بالمصدر أو بأحد فروعها وذلك في مهلة 15 يوماً من تاريخ هذه المستندات أو دخولها حيز التنفيذ.
  - 5.6. كل تغيير جوهري في طبيعة العمليات التي تقوم بها الشركة.

<sup>1</sup> ملاك، وسام — 2003 — البورصات والأسواق المالية العالمية قضايا مالية ونقدية — بيروت — دار المنهل اللبناني، من ص 40 إلى 43.

- 5.7. كل تغيير كلي أو جزئي في إدارة الشركة أو في الإدارة العامة أو مجلس الإدارة.
- 5.8. كل بيع أو نقل للملكية موجودات الشركة المصدرة متى تناولت العملية نسبة تفوق 5% من الاستثمار البورصي.
- 5.9. كل ما من شأنه أن يؤثر تأثيراً سلبياً أو إيجابياً على سعر صكوك المصدر.
- 5.10. كل تعديل يطرأ على عدد حقوق التصويت التي يتمتع بها أي من المساهمين.
- أخيراً وفيما يتعلق بالمصدر الأجنبي الراغب بتقديم طلب قبول في البورصة يشار إلى أنه تسري عليه نفس الشروط والالتزامات التي تسري على المصدر اللبناني مع إمكانية طلب اللجنة إخضاع المستندات المكونة للملف الذي يقدمه المصدر الأجنبي لأية مصادفات رسمية أجنبية أو لبنانية. ويرى الباحث أن عملية تسعير الصكوك في بورصة بيروت يتطلب الكثير من الإجراءات بهدف تحديد القيمة العادلة للورقة المالية، وبرأينا أن قيام جهة واحدة بتسعير الصكوك هو أمر يحقق عدالة نسبية في أسعار الأوراق المالية.

## تنظيم التداول في بورصة بيروت

### عمليات التداول داخل الرهجة (قاعة التداول)

تعتمد بورصة بيروت على نظام التسعير المعروف بنظام التثبيت (Fixing system) تستعين البورصة في استخدامها لهذا النظام بأجهزة الكمبيوتر التابعة لنظام التداول الممكن في بورصة بيروت<sup>1</sup>.

إن نظام التسعير في بورصة بيروت يفرض تتابع المراحل التالية<sup>2</sup>:

1. قيام الوسطاء بنقل الأوامر وإدخالها في أجهزة الكمبيوتر التابعة لنظام التداول الممكن في البورصة دون أن يعني ذلك إتماماً أو تنفيذاً للعمليات.
2. تتم بشكل الكتروني (أو طبقاً لتقنيات المعلوماتية) مقابلة أوامر الشراء والبيع المسجلة بالنسبة لكل صك مالي على حده، ويجري تحديد السعر إذا سمحت مقابلة الأوامر بذلك.

<sup>1</sup> النظام الداخلي لبورصة بيروت - الفصل السادس - القسم الثاني - الأوامر - المادة 126.

<sup>2</sup> المرجع السابق - المادة 128.

3. في حال حصول اختلال بين أوامر الشراء وأوامر البيع عند سعر التوازن يسمح للوسطاء بإدخال أوامر إضافية بسعر التوازن وبالاتجاه المعاكس للاختلال وذلك بهدف التخفيف من حجم هذا الأخير.

4. يتم الإعلان بالنسبة لكل صك عن عدد الصكوك المتبادلة في أسواق البورصة وعن السعر المحدد وكذلك عن شروط التداول.

5. تتم إلكترونياً طباعة لائحة نهائية بالأوامر المنفذة.

6. يتم إلغاء الأوامر غير المنفذة في جلسة التسعير من نظام التداول الممكن المتبع في البورصة.

في نهاية المرحلة السادسة تعلن البورصة عن اختتام الجلسة، هذا ويحق للجنة البورصة أن تعدل توقيت التسعير أو أن تجري أكثر من تسعير واحد يومياً إذا ما ارتأت ذلك ضرورياً.

لكن بعد التعديل الذي أدخل على عمليات التداول أضيف إلى نظام التداول بالتثبيت إمكانية تسعير أي صك مالي مدرج في أي من أسواق بورصة بيروت من خلال المقابلة المستمرة لأوامر العرض والطلب التي تعرف أيضاً بنظام التداول المستمر، كذلك بالإمكان اعتماد نظام مختلط يجمع بين النظامين سالف الذكر. ولإنجاز عمليات التداول والتسعير تعتمد بورصة بيروت أنظمة تداول إلكترونية تعمل بواسطة أجهزة الكمبيوتر هذا ويبقى للجنة البورصة أن تقرر اعتماد أنظمة تداول يدوية بالصياح (المناداة) خلال فترات أو ظروف معينة فيما يتعلق بنظام التداول المستمر يقتضي تسجيل كل أمر بيع أو شراء يتم طرحه في البورصة في سجل يسمى (السجل المركزي للأوامر) هذا السجل هو مرقم ومقسم إلى خانات مستقلة بحيث أن الأمر الذي يتم طرحه من قبل أي من الوسطاء يأخذ رقماً محدداً وكذلك تاريخاً وتوقيتاً محددين مع ضرورة تدوين سعر الأمر وباقي التفاصيل التي تحددها البورصة. ويعتمد في تنفيذ عملية التداول عند تعادل السعر بين أمر شراء وأمر بيع مبدأً أسبقية التوقيت في إدخال الأوامر وفقاً للترتيب الوارد في السجل المركزي للأوامر ويركز تنفيذ عملية التداول في نظام التسعير على مبدأ (أولوية التنفيذ مقابل أولوية تسجيل الأوامر في السجل المركزي للأوامر) (First in/First out) شريطة توافق السعر بين الأمرين

المنفذين ويكون السعر متوافقاً عندما يتم طرح أمر شراء ذي سعر طرح يعادل أمراً أو يفوقه مقابل آخر أو عندما يتم طرح أمر بيع ذي سعر طرح يعادل أو يقل عن أمر مقابل آخر. عندها تعتبر عملية التداول منفذة بسعر الطرح.

## سعر التوازن:

فيما يتعلق بكل صك مالي يتحدد سعر التوازن الذي تعتبر كافة عمليات التداول منفذة على أساسه. ويُحدد سعر التوازن وفقاً للمبادئ التالية<sup>1</sup>:

- زيادة كمية الصكوك المتداولة إلى أقصى حد.
- تخفيض التفاوت بين حجم الصكوك المطلوبة وحجم الصكوك المعروضة إلى أدنى حد.
- تخفيض فرق التسعير إلى أدنى حد بالنسبة إلى آخر تسعير وإذا لم تسمح الأوامر بتحديد سعر التوازن بسبب عدم كفاية الأوامر المقابلة، يمكن للبورصة أن تنشر بياناً بالأوامر المدخلة لكن<sup>2</sup> إذا رغب المصدر بتأمين استمرارية التسعير وسيولة السوق يمكنه تكليف وسيطاً واحداً للقيام بدور "مكمل السوق" لكي يُصار إلى زيادة عدد الصكوك المتداولة وفي هذه الحالة يجب على الوسيط أن يوقع مع المصدر على عقد سيولة تتحدد بموجبه التزامات الفريقين ويخضع لموافقة اللجنة المسبقة.

## الأوامر في بورصة بيروت<sup>3</sup>:

إن الأوامر المعطاة في بورصة بيروت تقتصر على الأمر بسعر محدد والأمر بسعر السوق. وكل أمر من أوامر البورصة يجب أن يقع على نوع واحد من صكوك الأوراق المالية وأن يشمل على ما يلي:

- وجهة العملية (شراء ، بيع).
- مواصفات الصك المالي موضوع الأمر.
- عدد الصكوك المطلوب تداولها.
- سعر الصكوك المتداولة (بسعر محدد أو بسعر السوق).

<sup>1</sup> النظام الداخلي لبورصة بيروت - الفصل السادس - القسم الثاني - الأوامر - المادة 140.

<sup>2</sup> المرجع السابق - المادة 142.

<sup>3</sup> النظام الداخلي لبورصة بيروت - الفصل السادس - القسم الأول - الأوامر - المادة 115.

- أية معلومات ترتئبها لجنة البورصة ضرورية لحسن تنفيذ الأمر.

### أداء بورصة بيروت:

شهد سوق بيروت للأوراق المالية تراجعاً ملحوظاً في معظم مؤشرات الأداء وذلك ابتداءً من العام 1998 حيث انخفضت القيمة السوقية بمعدل 16% في العام 1998 مقارنةً بالعام 1997 لتصل إلى 52% في العام 2002.

وتُصنف بورصة بيروت بحسب صندوق النقد العربي من أسواق المجموعة الثالثة التي تقل فيها نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 50%<sup>1</sup>، حيث شهدت القيمة السوقية تراجعاً في الفترة 1996-2003.

الجدول (11) تطور القيمة السوقية في بورصة بيروت

القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي)							
2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
1503	1395.26	1248.27	1582.5	1921.35	2425.49	2904.55	2391.08

أما فيما يتعلق بعدد الأسهم التي تم تداولها في السوق فقد تراجعت أيضاً بدءاً من العام 1998 لتستقر على 23.48 مليون سهم في العام 2003 مقارنةً بـ 63.22 مليون سهم في العام 1998 بنسبة تراجع بلغت 62%.

وكذلك الأمر تراجع حجم التداول ومعدل الدوران في نفس الفترة السابقة ووحدها عدد الشركات المدرجة شهدت نمواً طفيفاً

الجدول (12) الأسهم المتداولة في بورصة بيروت

الأسهم المتداولة (مليون سهم)							
2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
23.48	26.18	14.73	19.97	16.83	42.15	63.22	0.84

الجدول (13) تطور بعض المؤشرات في بورصة بيروت<sup>4</sup>

<sup>1</sup> التقرير الاقتصادي العربي الموحد — 2004 — صندوق النقد العربي — الفصل السابع — ص 21.

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)

<sup>3</sup> المرجع السابق

<sup>4</sup> صندوق النقد العربي [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)

2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	العام
130.99	114.93	52.97	117.96	90.54	336.84	609.56	66.63	حجم التداول (مليون دولار أمريكي)
15.62	24.46	24.32	38.32	29.44	13.89	20.99	2.79	معدل الدوران
14	13	14	13	13	12	8	6	عدد الشركات المدرجة

ويعود هذا الانخفاض في أداء بورصة بيروت بدءاً من العام 1998 إلى الأسباب

التالية<sup>1</sup>:

- تباطؤ النمو الاقتصادي.
- ارتفاع الفوائد المصرفية، والتي تخلق حافزاً للمستثمرين للتحويل من الاستثمار في الأوراق المالية إلى استثمار أكثر أماناً في المصارف.
- الأزمة العقارية التي أثرت على شركة سوليدير كبرى الشركات اللبنانية.

<http://www.amf.org.ae/vArabic/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/AMDB%20Update/Markets%20Performance/Daily%20Performance/2002/Current-Day/Current%20HTML%20Daily%20.htm>

<sup>1</sup> التقرير الاقتصادي العربي الموحد — 2000 — صندوق النقد العربي — الفصل الثامن — ص 129.



## الفصل الثاني – المبحث الثاني

### كفاءة أسواق الأوراق المالية

في السوق الكفاء Efficient Market يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما، كافة المعلومات المتاحة عنها و التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم. وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن الادعاء أنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادله تعكس تماماً قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر.

وفي ظل السوق الكفاء يمكن الادعاء إن القيمة السوقية للسهم تمثل قيمته الحقيقية، وبالتالي لا يمكن لأي من المتعاملين إن يحقق عائداً غير عادي ويكون العائد الذي يحقق العمل يكفي بالتمام والكمال لتعويضه عن المخاطر التي تعرض لها نتيجة الاستثمار في السهم محل الصفقة.

وهذا بالطبع لا يعني إن القيمة السوقية للسهم تبقى ثابتة على الدوام فمع كل معلومة تصل إلى السوق بشأن المنشأة المصدرة لذلك السهم، يُتوقع إن ترتفع أو تنخفض قيمته السوقية وذلك اعتماداً على إذا ما كانت تلك المعلومات تحمل في طياتها أخباراً سارة أو غير سارة عن مستقبل المنشأة.

#### الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة السوقية<sup>1</sup>:

في ظل السوق الكفاء لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات و الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها. فالمعلومات عن وجود فرق بين القيمة السوقية الحالية للسهم، وبين قيمته الحقيقية نتيجة لورود المعلومات الجديدة، سيتم تحليلها بسرعة لتصل إلى الجميع (بائعين ومشتريين) في الوقت نفسه ومما يترتب عليه حدوث تغير فوري في القيمة السوقية للسهم لكي تعكس قيمته الحقيقية، دون إن يتاح لأي مستثمر ميزة سبق التي من

<sup>1</sup> مطر، محمد — إدارة الاستثمار الإطار النظري والتطبيقات العملية — مؤسسة الوراق — عمان.ص.141,142.

شأنها أن تتيح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية **Abnormal Profit** على حساب آخرين. إذاً في ظل السوق الكفاء لا يمكن لأي مستثمر أن يتنبأ بالظروف التي يمكن أن يُحقق في ظلها مثل هذه الأرباح دون أن يكون هناك فرصة مماثلة ومتاحة للآخرين.

• الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية<sup>1</sup>:

كما أشرنا سابقاً أنّ مفهوم السوق الكفاء يقتضي بأن يكون هناك فوارق زمنية بين تحليل المعلومات الواردة والوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السوق، وهو ما يؤدي إلى تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة. وكذلك كفاءة السوق تعني وصول المعلومات إلى جميع المستثمرين في وقت واحد ومن ثم لا تتاح لأي منهم فرصة لا تُتاح لغيره هذا المفهوم لكفاءة السوق يُطلق عليه بالكفاءة الكاملة التي تقتضي توافر شروط السوق الكاملة والتي تتمثل في:

1. إن المعلومات عن السوق متاحة للجميع في اللحظة ذاتها وبدون تكاليف **The Market Is Informational Efficient**. وفي ظل هذا الشرط تكون توقعات المستثمرين كافة متماثلة **Homogeneous Expectations** نظراً لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم .

2. إنّه لا يوجد أي قيود على التعامل **Markets Are Frictionless** فلا توجد تكاليف للمعاملات **Transaction Costs** أو ضرائب أو غير ذلك من التكاليف. كما يمكن للمستثمر إن يشتري ويبيع أية كمية من السهم مهما صغر حجمها **Securities Are Perfectly Divisible** وذلك بيسر وسهولة **Securities Are Marketable**. هذا إلى جانب عدم وجود أي قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق وذلك بالنسبة للمستثمرين أو المنشآت الراغبة في الحصول على الأموال، كما لا توجد قيود أخرى من أي نوع.

3. هناك عدد كبير من المستثمرين، ومن ثم فإن تصرفات أي منهم لا يحتمل أن تؤثر تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم. وهذا يعني أن على كل مستثمر إن يقبل الأسعار

<sup>1</sup> الزبيدي، حمزة محمود — 2001 — الاستثمار في الأوراق المالية — مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع — الأردن — عمان. من ص. 131 إلى 134.

المعلنة على أنها قضية مسلم بها Investors Are Price Takers .

4. إن المستثمرين يتصفون بالرشد، ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي

يحصلون عليها من وراء استغلالهم ثرواتهم All Investors Are Utility Maximizes .

● بالنسبة للشرط الأول: نجد أن المعلومات يمكن إن تكون متاحة أمام الجميع من خلال المكتبات والجامعات وغيرها أو من خلال بيوت السمسرة ولكن قد يحصل بعض المستثمرين على معلومات نتيجة علاقات شخصية أو صلات قرابة مع عاملين في المنشأة المصدرة للسهم غير أن عدد هؤلاء لا يزال صغيراً.

● أما بالنسبة إلى الشرط الثاني فتوجد تكاليف للمعاملات كما توجد ضرائب وتكاليف أخرى، ليس هذا فقط بل إن الضرائب يمكن أن تقف حائلاً دون إبرام بعض الصفقات كما رأينا بعض المستثمرين قد يؤجل قرار البيع من نهاية سنة ضريبية إلى بداية أخرى بهدف نقل العبء الضريبي إلى سنة أخرى.

● أما الشرط الثالث: الذي يقتضي بتوافر عدد كبير من المستثمرين. فالحقيقة إن 70% إلى 75% من المعاملات التي أبرمت في بورصة نيويورك خلال عشر سنوات كانت لحساب مؤسسات مالية متخصصة في الاستثمار. و إن حجم بعض هذه الصفقات كان من الضخامة بحيث ترك في بعض الأحيان أثراً على سعر الورقة المالية. ليس هذا فقط حيث إن إشاعة تفيد بأن أحد المستثمرين المحنكين في طريقه لشراء أسهم إحدى المنشآت من شأنها أن تُحدث تغييراً في سعر الورقة المالية التي يرفع التعامل عليها.

● الشرط الرابع: هو شرط مقبول، حيث السواد الأعظم من المستثمرين يضع هذا الهدف نصب عينيه عندما يتعامل في أسواق المال.

وبعد استعراض هذه الشروط نجد إن الكفاءة الكاملة لا يمكن أن تتوافر لسوق رأس المال إذاً من المستحيل تحقيق الكمال بالنسبة للشروط الثلاثة الأولى في حين يمكن أن نقبل بالشرط الرابع - ونعده محورياً أساسياً لكفاءة السوق - وضمن هذا الوضع نكون قد انتقلنا من مفهوم الكفاءة الكاملة إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية.

## متطلبات كفاءة سوق رأس المال<sup>1</sup>:

السوق الكفء هو ذلك الذي يحقق تخصيصاً كفءاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية ولتحقيق هذا الهدف ينبغي أن يتوفر في سوق رأس المال سمتان أساسيتان هما: كفاءة التسعير، وكفاءة التشغيل.

1. كفاءة التسعير: ويطلق عليها الكفاءة الخارجية وتعني أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة ودون فاصل زمني بحيث تعكس أسعار الأسهم المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل إن المعلومات تصل إلى جمهور المتعاملين دون تكاليف باهظة، وبذلك يتجسد مبدأ تكافؤ الفرص في السوق وبالتالي يصعب تحقيق أرباح غير عادية. وإن كان تحقيق أرباح غير عادية أمراً غير مستحيل، فيمكن لمستثمر كسول أن يدخل السوق دون تحليل المعلومات المتاحة وبالتالي يمكن أن يُمنى بخسائر فادحة وكذلك يمكن لمستثمرين آخرين أن يحققوا أرباحاً كبيرة نتيجة معلومات حصلوا عليها عبر قنوات خاصة. غير أن هذا يحدث لعدد محدود من المستثمرين. فالسوق الكفء هي السوق التي لا يمكن في ظلها لعدد كبير من المستثمرين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بسببها أرباحاً غير عادية. لماذا؟ لأن أية وسيلة للكسب المميز - في أي مجال من مجالات الحياة - تدمر نفسها بمجرد إن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين .

2. كفاءة التشغيل: يطلق عليها الكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب، دون أن يتكبد المتعاملون بها تكلفة عالية للسمسة ودون أن يُتاح للتجار و المتخصصين (أي صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه. وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل. فلكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمر لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى بما يشجعهم على بذل الجهود للحصول على المعلومات وتحليلها مهما كان

<sup>1</sup> أنظر:

• هندي، منير إبراهيم - الأوراق المالية وأسواق رأس المال - 1997 - منشأة المعارف بالإسكندرية، من ص 500 إلى 502.  
• الزبيدي، حمزة محمود - 2001 - الاستثمار في الأوراق المالية - مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع - الأردن - عمان. ص.

حجم تأثير تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة.

• **الصيغ المختلفة لكفاءة السوق :**

من سمات السوق الكفاء أن تعكس الأسعار، وبسرعة، المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيها ولكن أية معلومات؟ للإجابة على هذا السؤال لابد من التعرض للصيغ المختلفة لفروض كفاءة السوق

**فرض الصيغة الضعيفة<sup>1</sup>:** وهذا يعني أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي.

هذا وتعرف هذه الصيغة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار. وبما أنه كان من المستحيل التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم الصفقات في الماضي، فإن التغيرات التي طرأ على سعر السهم في المستقبل لابد أن تكون مستقلة تمام الاستقلال عن التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي. وبعبارة أخرى التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط، وهذا ما يمكن أن يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار.

**فرض الصيغة متوسطة القوة<sup>2</sup>:** تقضي صيغة فرض السوق متوسطة القوة The Semi-Strong Form Efficient Market Hypothesis بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور سواء تمثلت تلك المعلومات بما يُنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة و المنشأة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تُتاح للجمهور. و في ظل الفرض متوسط القوة يتوقع أن تستجيب أسعار

<sup>1</sup>أنظر:

- العرييد، عصام فهد- الاستثمار في بورصات الأسواق المالية- 2002 - دار الرضا- دمشق - سوريا - من ص 52 إلى 56.
- الزبيدي، حمزة محمود - 2001 - الاستثمار في الأوراق المالية - مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع - الأردن - عمان. من ص 124 إلى 125.
- غنيم، حسين عطا الله- 1999 - دراسات في التمويل. ص.32.

<sup>2</sup> أنظر:

- العرييد، عصام فهد- الاستثمار في بورصات الأسواق المالية- 2002 - دار الرضا- دمشق - سوريا - من ص 56 إلى 59.
- الزبيدي، حمزة محمود - 2001 - الاستثمار في الأوراق المالية - مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع - الأردن - عمان. ص 125.
- غنيم، حسين عطا الله- 1999 - دراسات في التمويل. ص.32.

الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات. وفي ظل هذه الاستجابة لا يُتوقع أن يحقق المستثمر أرباحاً غير عادية على حساب غيره.

**صيغة الفرض القوي**<sup>□</sup>: تقضي الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق The Strong

From Efficient Market Hypothesis بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور Public Information إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه، مثل إدارة المنشأة المصدرة للسهم و كبار العاملين فيها Insiders، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة و مهارة عاليتان. باختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته Everything that is Knowable. وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق، وحتى لو كان هو رئيس مجلس إدارة المنشأة المصدرة للسهم. وتتحقق أعلى درجات كفاءة السوق إذا تمكن السوق من القضاء على أية درجة من عدم العدالة في إتاحة المعلومات لجميع المتعاملين.

ويرى الباحث أن كفاءة أسواق الأوراق المالية تزداد كلما كانت المعلومات متاحة للجميع وبوفرة وبعادلة وبتكلفة قليلة وكلما قلت إمكانية تحقيق أرباح غير عادية لأحد المستثمرين على حساب مستثمرين آخرين. إذا إن أرباح المتعاملين لا تتحقق عن طريق معلومات يحصلون عليها دون غيرهم وإنما من خلال جهود المستثمر المشروعة في الحصول على هذه المعلومات ومن ثم تحليلها. وفي ظل السوق الكفاء يتم التخصيص الفعال للموارد المتاحة وذلك عن طريق توفر شرطين أساسيين هما كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير.

1 أنظر:

• العرييد، عصام فهد- الاستثمار في بورصات الأسواق المالية- 2002 - دار الرضا- دمشق - سوريا - من ص 60 إلى 62.  
• الزبيدي، حمزة محمود - 2001 - الاستثمار في الأوراق المالية - مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع - الأردن - عمان. ص 126.  
• غنيم، حسين عطا الله - 1999 - دراسات في التمويل. ص 32.

## سبولة السوق<sup>1</sup>:

عرض القسم الأول من هذا المبحث لكفاءة أسواق الأوراق المالية باعتبارها الأداة الفعالة لتخصيص الموارد المتاحة وفي هذا الجزء نتناول مفهوم السيولة وتأثيرها على القيمة السوقية للورقة المالية وذلك تمهيداً لعرض مقومات السوق الجيد. أما السمات التي إذا ما توافرت في السوق الذي تتداول فيه الورقة المالية فإنه يجعلها سهلة التسويق بحد أدنى من التقلبات في قيمتها السوقية:

**1. عمق السوق:** يقصد بعمق السوق Market Depth أن هناك أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المعينة. ونتيجة لهذا التعامل النشط بيعاً وشراءً فإن أي خلل في التوازن في الكميات المطلوبة أو المعروضة عادة ما يسفر عن تغير طفيف في السعر، وهو ما يعنى ضالة الخسائر الرأسمالية إذا ما حدثت. وعلى العكس من ذلك يتسم السوق غير العميق أي الضحل Shallow Market بعدم استمرارية أوامر البيع والشراء، ومن ثم فإن الخلل في التوازن بين العرض والطلب من شأنه أن يؤدي إلى تغير كبير في سعر الورقة، ففي حالة زيادة العرض عن الطلب ينخفض سعر الورقة مما يُعرض حاملها لخسائر كبيرة قد تضطره إلى تأجيل قرار البيع. أما في حالة زيادة الطلب عن العرض فقد يرتفع سعر الورقة إلى الدرجة التي قد يُضطر معها المستثمر الراغب في الشراء إلى الانتظار على أمل انخفاض سعرها. وكما يبدو فإن طول فترة الانتظار حتى يرتفع السعر (حالة زيادة العرض عن الطلب) أو ينخفض (حالة زيادة الطلب عن العرض) مرهونة بتحقيق التوازن Equilibrium بين العرض والطلب.

**2 - اتساع السوق:** على عكس السوق المحدود Thin Market يتسم السوق بالسعة Breadth Market عندما يوجد عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المعينة، مما يحقق استقراراً في سعرها ويقلل بالتالي من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية. وفي مثل

أنظر:

- الزبيدي، حمزة محمود — 2001 — الاستثمار في الأوراق المالية — مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع — الأردن — عمان. ص 134-135.
- هندي، منير إبراهيم — الأوراق المالية وأسواق رأس المال — 1997 — منشأة المعارف بالإسكندرية، ص 534، 535.

هذا السوق يضعف الدافع لدى البائع أو المشتري المحتمل لتأجيل القرار، كما يتوقع أن يقبل صانع السوق هامشاً صغيراً على أمل أن يعوض ذلك ارتفاع معدل دوران الورقة المعنية.

**3 - سرعة استجابة السوق :** يقصد بسرعة استجابة السوق Resiliency أن أي خلل محتمل في العرض والطلب على الورقة المعينة يمكن معالجته بسرعة من خلال تغيير طفيف في الأسعار، وهو ما يؤدي إلى ضالة الخسائر الرأس مالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة، مما يقلل تردده في بيعها، كما يُضعف أمل المشتري المحتمل في إمكانية شرائها بسعر أقل في تاريخ لاحق. وبالطبع يتوقع أن يقبل صانع السوق لتلك الورقة هامش ربح منخفض، نظراً لضالة المخاطر التي يتعرض لها مخزونه إذا ما انخفضت الأسعار. كما هو الحال بالنسبة للسوق العميق، يتطلب شرط سرعة الاستجابة توافر وسائل اتصال فعالة تربط بين المتعاملين.

## مقومات السوق الجيد<sup>1</sup>:

**1 - دقة وصول المعلومات وسرعتها :** يتوقع المتعاملون من السوق أن يزودهم في الوقت المناسب بالمعلومات الدقيقة Timely and Accurate Information عن كافة الصفقات التي أبرمت من حيث الحجم والسعر. كما يتوقعون أن يزودهم كذلك بالظروف الحالية للسوق ممثلة في السعر الذي تباع وتشتري به كل ورقة، والذي يعكس في حقيقة الأمر مستوى الطلب والعرض لكل منها.

**2 - كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير :** ويقصد بكفاءة التشغيل operation Efficiency أن تكون تكاليف إبرام الصفقة أي تكلفة المعاملات عند حدّها الأدنى. أما كفاءة التسعير Price Efficiency فيقصد بها سرعة استجابة الأسعار في السوق للمعلومات المتاحة. وكما سبقت الإشارة فإن كفاءة التشغيل تعد متطلباً رئيسياً لكفاءة التسعير.

**3 - السيولة :** يقصد بالسيولة Liquidity أن يستطيع البائع والمشتري إبرام الصفقة بسرعة، وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقته على ذات الورقة، وذلك على

<sup>1</sup>أنظر:

• الزبيدي، حمزة محمود — 2001 — الاستثمار في الأوراق المالية — مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع — الأردن — عمان. ص 134-135.  
• Reilly, F. Investment Analysis Portfolio Management, (2<sup>nd</sup> ed), 111.: The Deyden Press, 1985 PP.62.63.



فرض عدم ورود معلومات جديدة إلى السوق. وهذا يعني أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق، توفر سمة الانتظام orderly Market أي سمة انتظام الأسعار والتي يُقصد بها استقرار الأسعار أي عدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى. وتعمل المنشآت المصدرة للأوراق المالية ومعها أعضاء السوق على توفير قدر ملائم من السيولة للأوراق المالية المتداولة .

**4 - عدالة السوق :** يقصد بعدالة السوق Fair Market أن يتيح السوق لجميع المتعاملين فرصة متساوية للتعامل، وذلك سواء من حيث الوقت أو من حيث إتاحة المعلومات. وهنا يجب أن تعمل لجنة الأوراق المالية والبورصة جاهدةً على التأكد على أن المعلومات المتاحة تصل بسرعة لكافة المتعاملين، كما أنها تعطي فرصة متساوية لكل من يرغب في التعامل بورقة مالية ما. فمثلاً عندما يحدث خلل في التوازن بين العرض والطلب على ورقة مالية نتيجة ورود أمر ينطوي على طلبية كبيرة للبيع أو للشراء، فإن إدارة البورصة عادةً ما توقف التعامل Trading Halt على تلك الورقة - لمدة ساعة أو أكثر قليلاً - تجنباً لحدوث تغيرات كبيرة على السعر الذي تُباع به. هذا التوقف هو بمثابة إعلان للجميع دون استثناء بأن هناك خللاً في التوازن بين العرض والطلب، فلو أن العرض أكبر من الطلب فإن التوقف يعني دعوة لكافة المتعاملين الراغبين في الشراء. أما إذا كان الطلب أكبر من العرض فإن الدعوة تكون للراغبين في البيع. وسواء أكانت الدعوة للمشتريين أم للبائعين فإن من شأنها أن تحقق هدفين: الهدف الأول هو الحد من تدهور سعر الورقة (حالة زيادة العرض عن الطلب) أو الحد من حدوث ارتفاع كبير فيه (حالة زيادة الطلب عن العرض). أما الهدف الثاني فهو إعطاء جميع المتعاملين فرصة متساوية للاستفادة من الانخفاض المحتمل أو الارتفاع المحتمل في سعر الورقة، والناجم عن عدم التوازن بين العرض والطلب.

هذه هي مقومات السوق الجيد. وإذا ما تذكرنا سمات السوق الكفء لانتضح لنا أن السمة الأولى (دقة وصول المعلومات وسرعتها) والسمة الثانية (كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير) إضافة إلى السمة الرابعة (عدالة السوق) هي من المقومات الأساسية للسوق الكفء. وعليه

يمكن القول إنّ السوق الجيد في حقيقة أمره هو ذلك الذي يتسم بالكفاءة والذي يحقق السيولة (السمة الثالثة) لما يتداول فيه من أوراق.

ولكن هل هذا الأمر ممكن؟ أي هل يمكن وجود سوق كفء يتمتع بالسيولة؟ في الحقيقة إن هذا الأمر لا يمكن تحقيقه فمن الأمور المثيرة للاهتمام أن السيولة لا يخلقها المستثمر الذي يتعامل على أساس من المعلومات بل يخلقها المستثمر الذي يتعامل على أساس الضوضاء (لا يتعامل على أساس المعلومات)، ذلك أنه لو كان كل المتعاملين يمتلكون معلومات لما كانت حركة أسواق رأس المال نشطة على الإطلاق فوجود مستثمرين يتعاملون على أساس الضوضاء هو الذي يشجع المستثمرين من ذوي المعلومات على إبرام الصفقات. مما يعني أن الأسعار في معظم الأحيان لا تعكس فقط المعلومات بل تعكس الضوضاء التي جلبها هذا الفريق. هذا يعني وجود شيء من التناقض بين مفهومي السيولة والكفاءة لأسواق الأوراق المالية. ويرى الباحث أن حركة أسواق المال لا تنتج فقط عن أولئك الذين لا يتعاملون على أساس المعلومات، وإنما أيضاً هناك فئة من المتعاملين يبيعون أوراقهم المالية ليس بهدف تحقيق الربح أو تجنب الخسارة وإنما بهدف الاستفادة من متحصلات عملية البيع في نشاط آخر (قد يحتاج المتعامل للمال لقضاء إجازة مع عائلته أو لدخول مستشفى أو ...).

## الأزمات في الأسواق المالية الناشئة

### مفهوم الأزمة المالية: Financial Crisis

يمكن تعريف الأزمة المالية بأنها انهيار في أسواق الأوراق المالية مصحوباً بفشل عدد كبير من المنظمات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي<sup>1</sup>.

### أزمة سوق المناخ

### (الكويت)

تعتبر سوق الكويت للأوراق المالية من أقدم أسواق الأسهم في المنطقة حيث صدر أول قانون لتنظيم التداول في الأسهم عام 1962 تلاه قانون آخر 1970 وآخر عام 1976 الذي على إثره تم افتتاح مقر رسمي لتداول أسهم الشركات المساهمة الكويتية<sup>2</sup>.  
عندما تسارعت إيقاعات النمو الاقتصادي في الكويت في أعقاب الارتفاع الكبير في أسعار النفط الخام (وخاصة بعد الصدمة النفطية الثانية عام 1979) وازدهار النشاط الاقتصادي، زادت القدرة التمويلية لدى كثير من المستثمرين الكويتيين.  
وكان من الطبيعي أن يتجاوب معها القطاع الخاص فاتجه إلى استصدار تراخيص لتأسيس شركات متعددة الأنشطة فحالت وزارة التجارة والصناعة دون إعطاء الرخص اللازمة لتأسيسها إذ كانت وزارة التجارة والصناعة ترى أن الاقتصاد الوطني لا يحتاج أو لا يستوعب مثل هذا العدد وهذا النوع من الأنشطة، ونتيجةً لذلك لجأ المستثمرون إلى الدول الخليجية المجاورة، لتأسيس شركات خليجية (42 شركة بقاعدة إصدار 108 مليون دينار)<sup>3</sup>... وجرى تداول أسهم تلك الشركات في سوق غير رسمية (موازية) في مبنى تملكه

<sup>1</sup> عبد الحافظ، السيد البدوي - إدارة الأسواق والمؤسسات المالية (نظرة معاصرة) - دار الفكر العربي - القاهرة - ص37.

<sup>2</sup> جريدة الوطن الكويتية 2004/3/1 www. Al Watan.com

<sup>3</sup> www.arabtimes.com

إحدى شركات الاستثمار، سمي باسم السوق المعروف في المكان نفسه "سوق المناخ" حيث كانت توجد فيه مجموعة من المكاتب والوسطاء الذين قاموا بالترويج لأسهم تلك الشركات وتسهيل عقد صفقاتها.

ومنعاً للتعامل بأسهم هذه الشركات في الكويت أعلنت وزارة التجارة عن عدم مسؤوليتها عن كيانات هذه الشركات والنتائج التي تترتب عن التعامل بها. فلم يكثرث المواطنون بهذا التحذير وواصلوا التعامل بها حاملين المسؤولية على عاتقهم تدفعهم الأرباح التي كانوا يجنونها من التعامل بها.

وباتساع التعامل بأسهم الشركات الخليجية شرع المتعاملون في تداول أسهم الشركات الكويتية أيضاً والتي لم يكن قانون البلاد يجيز التعامل بها إلا بعد مرور ثلاث سنوات على تأسيسها وتكون قد حققت أرباحاً وتم تحويلها إلى شركة مساهمة عامة ثم أُدرجت في سوق الأسهم الرسمي.

كما دخلت سوق المناخ الشركات المساهمة الكويتية (غير المدرجة في البورصة)، التي ساعدت على تكاثرها البنوك التجارية وشركات الاستثمار (من خلال الإقراض الشخصي)، حيث تأسست 99 شركة منها بين تموز 1981 وتشرين الأول 1982. وفي تشرين الثاني 1981، اعترفت الحكومة - من خلال وزير التجارة والصناعة - بسوق المناخ، وتم إنشاء مكتب لوزارة التجارة والصناعة لمراقبة التعامل في السوق، بدأ عمله في 9 آذار 1982.

وتسابق الجميع إلى سوق المناخ، وبلغ حجم التداول في الفترة من تموز إلى آب 1982 حوالي ملياري سهم، وذلك نتيجة لتحقيق المستثمرين لأرباح كبيرة بالمضاربة على الأسهم. وشجع ذلك الأفراد كثيراً على الدخول إلى السوق كمضاربين أو وسطاء للاستفادة من تلك الأرباح، فزادت المضاربة وكثر عدد المضاربين مما أدى إلى ارتفاع أسعار الأسهم بشكل كبير.

في البداية كان البيع بالأجل محدوداً ومحصوراً بعدد لا يتجاوز أصابع اليدين وكانت الفوائد تزيد أحياناً أو تقل عن فوائد البنوك. ثم ما أن ارتفعت أسعار الأسهم بمستويات خيالية حتى نتج عنها ثراء عدد لا بأس به من المتعاملين الأمر الذي أسهم في اتساع قاعدة المتعاملين بالأجل وجرتهم على المغامرة.

ومع سخونة السوق وارتفاع أسعار الأسهم وسرعة دورانها، ومع التوسع في نظام البيع الآجل والاقتراض من البنوك لتمويل ذلك البيع، ارتفعت فوائد الأجل من 10% إلى 15% في السنة في بداياتها إلى 30% ثم 50% ثم 100% ثم 200%<sup>□</sup> في السنة وبدأت تُعقد صفقات ويسدد ثمنها بشيكات ليس لها رصيد في البنوك. إلى أن استوعب البالون كل ما كان يمكن استيعابه من ضغط فانفجر ..

فامتنتعت البنوك عن سداد تلك الشيكات، وتراجعت أسعار الأسهم، وتدنى حجم التداول إلى 72 مليون سهم في أيلول 1982، وتوقف الكثيرون عن دفع قيمة شيكاتهم المترتبة على المعاملات وعقود البيع الآجل، وعجز المتعاملون عن دفع الالتزامات المالية التي تعهدوا بها. وكانت النتيجة حدوث ما سمي "أزمة المناخ"، التي تمثلت في شيكات آجلة لحوالي 5500 شخص وشركة بعدد 29 ألف شيك، وبقيمة 27 مليار دينار (حوالي 88 مليار دولار)<sup>□</sup>.

وإذا أخذنا بعين الاعتبار أن هذه المصارف مدرجة ومتداولة في هذه السوق غير الرسمية فإن ذلك سيؤدي من دون شك لمزيد من التدهور في قيمة الأسهم في هذه السوق المالية غير الرسمية.

## حقائق حول سوق الكويت للأوراق المالية:

في البداية لابد من الإشارة إلى مجموعة من الحقائق حول سوق الكويت للأوراق المالية وذلك قبيل حدوث الأزمة.

1. إن سوق الأوراق المالية في الكويت (الرسمي وغير الرسمي) ليس سوقاً حقيقياً وإنما هو سوق لتبادل الأسهم يعتمد على وجود فائض من الأرصدة النقدية لدى الأفراد مع ندرة في فرص الاستثمار المتاحة وندرة في تواجد الأفراد في البلد حيث تعتمد حدة التداول على مواسم مثل ليالي رمضان أو إشاعات بشراء فلان لكمية كبيرة من أسهم الشركة الفلانية.

<sup>1</sup> شركة المزيدي العقارية، الكويت، [www.Mazidi.com](http://www.Mazidi.com).

<sup>2</sup> [www.arabtimes.com](http://www.arabtimes.com)

\* السوق الحقيقي يتم التداول فيه على أسس ليس بينها بالضرورة حالة الطقس والمناسبات الاجتماعية وإنما تحكمه معايير معروفة ومتاحة لجميع المتعاملين ويعتبر مؤشراً للأداء الاقتصادي للبلد ما. أنظر: السعدون، حاسم - 1984 - مناخ الأزمة وأزمة المناخ - شركة الريبان - الكويت - ص. 70.

2. إن معظم ما يحدث من ارتفاع وانخفاض في أسعار أسهم الشركات لا علاقة له بكفاءة الإنتاج أو الأداء لهذه الشركات فمعظم الشركات المتداولة ارتفعت أسعار أسهمها مرات عديدة دون أن تبدأ إنتاجاً حقيقياً أو حتى تكون واعدة ببدء هذا الإنتاج.

3. الأسعار السائدة بعد حدوث الأزمة ليست منخفضة بكل المقاييس وإنما حقيقية أو أعلى من المفروض ومثال على ذلك: الأسعار السوقية للبنوك التجارية الكويتية بتاريخ 1983/4/25 أعلى بحوالي 15 ضعف من قيمتها الاسمية وحوالي أربعة أضعاف قيمتها الدفترية<sup>□</sup>.

4. سوق الكويت للأوراق المالية لا يعد مؤشراً لحالة الاقتصاد، فالإقتصاد الكويتي يعتمد في حوالي 70%<sup>□</sup> من ناتجه القومي على قطاع النفط وهي حقيقة ظلت سائدة لفترة 30 سنة.

وبناء على ما سبق يرى الباحث:

1. السبب الرئيسي في أزمة المناخ هو وجود فوائض نقدية كبيرة لدى الأفراد مع عدم وجود فرص استثمارية وعدم وجود وعي مالي فاتجهت هذه الفوائض نحو سوق الأوراق المالية مخدوعة بفقاعة أسعار الأصول المالية التي كانت تكبر شيئاً فشيئاً مع زيادة الإقبال على شراء الأسهم ومع ازدياد نشاط المضاربين في هذه السوق.

2. الإفراط في استخدام القروض لتمويل عمليات شراء الأسهم أدى إلى تفاقم الأزمة وزيادة حدة الانهيار عندما حصل، فالكثير من الأفراد سيجدون أنفسهم غير قادرين على إعادة تسديد القروض أو فوائدها إذا ما انخفضت أسعار هذه الأسهم عن سعرها عند الشراء. بالإضافة إلى انتقال الأزمة إلى المصارف التي تمول تلك الصفقات، كنتيجة لعجز المدينين عن الإيفاء بالتزاماتهم.

3. وجود سوق غير رسمية في ظل عدم وجود وعي مالي لدى الأفراد بشكل عام إضافةً إلى المظاهر التي تتميز بها سوق الأوراق المالية غير الرسمية المتمثلة في نقص المعلومات

<sup>1</sup> السعدون، جاسم - 1984 - مناخ الأزمة وأزمة المناخ - شركة الربيعان - الكويت - ص. 69.

<sup>2</sup> المرجع السابق.

وتعاملات المديونية قد تشكل فقاعة استثمارية يمكن أن تنفجر في أي وقت تاركاً الكثير من المواطنين العاديين يعانون من الديون المشكوك في تحصيلها ومسببة تباطؤاً اقتصادياً.

4. إحجام وزارة التجارة الكويتية عن الاعتراف بسوق المناخ ثم اعترافها به فيما بعد لا يشكل تبرئة لها من مسؤوليتها تجاه الأزمة، فكان من المفروض ومنذ البداية أن توضع هذه السوق تحت إشراف حكومي وخاصةً مع تنامي دور هذه السوق ومنافستها للسوق الرسمية.

5. وجود السوق المالي غير الكفء يشكل طريقاً سهلاً تتحول فيه سوق الأوراق المالية من أداة لتجميع المدخرات الوطنية خدمةً لأغراض التنمية إلى وسيلة لإهدار الثروات الوطنية وتهريبها إلى جيوب المضاربين.

6. من الضروري في الأسواق الناشئة وجود هامش للتغير السعري للأسهم كإجراء للحد من التقلبات في أسعارها.

# أزمة النمو الآسيوية

(دول جنوب شرق آسيا)

## المعجزة الآسيوية:

تمثل بلدان جنوب شرق آسيا، المعروفة بالنمو، حالة تتسم بكثير من التميز والخصوصية فهذه البلدان والتي كانت ولفترة قريبة ماضية أسيرة التخلف استطاعت وعلى نحو غير مسبوق وخلال عقود قليلة حرق مراحل تاريخية واسعة وتمكنت من ردم فجوة هائلة كانت تفصلها عن الدول الصناعية المتقدمة. تتلخص المعجزة التي أنجزتها دول النمو الآسيوية\* بأنها حققت خلال عقدي السبعينيات والثمانينيات نمواً اقتصادياً سريعاً بحدود 10% سنوياً معتمدةً في ذلك على استراتيجية اقتصادية تركز على:

مَحْرَبٌ. تصنيع خفيف موجه للتصدير يستفيد من يد عاملة رخيصة ووافرة.

صَنْعٌ. رؤوس أموال وتكنولوجيا ومستلزمات إنتاج أجنبية.

وقد استطاعت دول جنوب شرق آسيا أن تقفز من مصاف الدول الفقيرة لتصل إلى مصاف الدول الصناعية، بشكل مبسط هذا هو النموذج الذي تبعته النور الآسيوية الجديدة وقبلها النور الآسيوية الأولى (كوريا، تايوان، هونغ كونغ، سنغافورة).

## بؤادر الأزمة:

رغم هذا الحجم الكبير من الإنجاز والذي دام قرابة ربع قرن من الزمان جاءت الأزمة المالية لتعصف باقتصاديات دول جنوب شرقي آسيا، وتثير الشكوك حول حقيقة النجاح الذي أنجزته خلال السنوات السابقة. بدأت الأزمة أزمة عقارية - ارتفاع الأجور - عجز في الموازنة العامة - اهتزاز في ميزان المدفوعات الخارجية وازداد الأمر سوءاً بسبب ارتفاع قيمة

\* دول النور الآسيوية : ماليزيا، تايلاند، الفلبين، إندونيسيا، كوريا الجنوبية، سنغافورة، هونغ كونغ تايوان. ولكن الأزمة تركزت في ماليزيا، تايلاند، الفلبين، إندونيسيا، كوريا الجنوبية. أنظر: (صندوق النقد الدولي) (IMF) "World Economic Outlook"

( International Monetary Fund," May 1999,Table2-5



الدولار بالنسبة للعملات الرئيسية الأخرى والمعلوم أن عملات بلدان الأزمة مرتبطة بالدولار مما تسبب بانخفاض القدرة التنافسية للصادرات وخلل في ميزان المدفوعات وازداد الأمر سوءاً مع تحذيرات صندوق النقد الدولي الأمر الذي زاد من مخاوف المستثمرين وحرك المضاربين.

وقد تمثلت الأزمة في مسلسل من انهيارات أسعار صرف عملات هذه الدول مقابل الدولار والتي تراجعت في كل من إندونيسيا، وتايلاند، وماليزيا، والفلبين، وكوريا الجنوبية، وتايوان، وسنغافورة وهونج كونج بالنسب التالية على التوالي: 83.2%، 39.8%، 35%، 19.2%، 15.4%، 0.1%<sup>1</sup> خلال الفترة من منتصف عام 1997 وحتى بداية تموز 1998 الأمر الذي تبعه تدهور حاد في مؤشرات أسعار الأسهم (مقدرة بالدولار) في بورصات تايلاند، وماليزيا، والفلبين، وإندونيسيا، وكوريا الجنوبية بنسب 75.9%، 69.1%، 9.5%، 61.7%، 70.2%<sup>2</sup>، على التوالي خلال عام 1997 وحده، وقد كانت هذه الانخفاضات مصاحبة لانخفاضات المتواليات التي ضربت أسواق العملات لدول جنوب شرقي آسيا والتي أدت إلى انهيار العلاقة الثابتة بين عملاتها والدولار.

### العلاقة بين سوق العملات وسوق المال:

إن زيادة معدلات النمو في أي بلد مرتبط بزيادة معدلات الاستثمار فيه وهذا بدوره يتطلب من البلد المعني اتخاذ كل ما هو ممكن من أجل تشجيع الاستثمار وطبعاً الاستثمار هنا يجب أن لا يقتصر على المحلي منه بل لابد من التوجه نحو الاستثمار الأجنبي وهذا بدوره يتطلب العمل على فتح أسواق المال المحلية أمام رؤوس الأموال الأجنبية وتشجيعها وخلق الحوافز لتدفقها إلى الداخل، وهذا يتطلب أيضاً القيام ببعض الترتيبات الخاصة بقابلية العملة المحلية للتحويل لغير المقيمين حتى لو لم يتم تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات بالكامل، فهذه الترتيبات هي ضمان الخروج لرؤوس الأموال في أي وقت تشاء وهي في ذات الوقت تمثل آلية الارتباط بين سوق العملات الأجنبية وأسواق الأوراق المالية،

<sup>1</sup> حطيط، شذا جمال - 2001 - الأزمة المالية والنقدية في دول جنوب شرقي آسيا - مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية - ص 18.

<sup>2</sup> المرجع السابق ص 22.

فالعائد الذي يحصل عليه غير المقيم يتوقف على سعر الصرف وحركته - وهو ما يعرف بمخاطر أسعار الصرف - فإذا حدث لأي سبب من الأسباب ظهور عجز مفاجئ في ميزان المدفوعات أو ارتفاع في معدلات التضخم بحيث يغدو تخفيض سعر صرف العملة المحلية آتياً لا محالة، فإن ذلك قد يفجر أزمة تتخذ شكل موجات كبيرة لبيع الأصول المالية وذلك بهدف الخروج برؤوس الأموال إلى الخارج خوفاً من تدهور العائد عليها نظراً لانخفاض سعر صرف العملة المحلية وتؤدي هذه الموجات من بيع الأصول المالية إلى انخفاض حاد في أسعار الأوراق المالية من ناحية، وتمثل ضغطاً على سوق الصرف الأجنبي من أجل تحويل رؤوس الأموال إلى العملة الأجنبية لكي تتحقق عملية الخروج من ناحية أخرى. كذلك فإن محاولة التصدي لانخفاض سعر الصرف عن طريق اللجوء إلى الاحتياطي الرسمي من العملات الأجنبية سوف يؤدي إلى تآكل هذا الاحتياطي ويولد موجة تشاؤمية خاصة بالمستقبل مما يدفع إلى موجة جديدة من مبيعات الأوراق المالية ومن ثم زيادة الضغوط التي لا بد أن تؤدي إلى تخفيض سعر الصرف. ذلك أن رصيد السلطات النقدية من الاحتياطي الأجنبي هو أحد المؤشرات الهامة التي تتبعها المؤسسات المالية الدولية وكبار المستثمرين الدوليين من أجل ترتيب الجدارة الائتمانية والاستثمارية للدول.

### مقارنة بين النمر الآسيوية الأولى والثانية:

للتعرف أكثر على أسباب الأزمة لا بد لنا من مقارنة بين تجربتي النمر الآسيوية الأولى والجديدة، ومن الخطأ اعتبار التجربة الثانية تكراراً للأولى.

التجربة الأولى انطلقت في عقد الخمسينيات في ظل مكافحة الشيوعية الأمر الذي أكسب هذه الدول دعم الولايات المتحدة الأمريكية.

كذلك ترافقت هذه التجربة مع حروب شعواء (كوريا، فيتنام) فاقتات اقتصاد الدول المعنية على نفقاتها الهائلة وارتفاع الأسعار الذي نجم عن زيادة الطلب.

كذلك شهدت الرأسمالية وقتئذٍ فترة ازدهار استثنائية فلم تكن هناك مشكلة تحول دون تصنيع دول المواجهة الحامية مع الدول الشيوعية. هذا المناخ مكن دول التجربة الأولى

\* النمر الآسيوية الأولى: كوريا الجنوبية، تايوان، هونغ كونغ، سنغافورة. أنظر: هيلان، رزق الله - 1998 - مقدمات اقتصادية لعصر ينهي، ص 213.

من النجاح، والتعمق والانتقال إلى مراحل أكثر تقدماً مع اكتساب القدرة على منافسة الدول الصناعية العريقة (صناعة السيارات، يد عاملة عالية التدريب ومرتفعة الأجر أي المنتجة لقيمة مضافة كبيرة).

أما التحربة الثانية: انطلقت متأخرة في مطلع عقد الثمانينات، ولكن ظروف الزمن داهمتها قبل أن تبلغ نضجها، حيث جاء الانفراج سريعاً بين الشرق والغرب وانتهت الحرب الباردة.

اتفاقية الغات في التسعينيات التي جاءت لتحد من قدرة الدول على حماية صناعتها الناشئة.

تكاثر عدد الدول المنافسة التي أخذت تصدر سلعها إلى الأسواق ذاتها (الصين، الهند، دول أوربة الشرقية).

وبالتالي نمط النمو في هذه الدول وجد نفسه في مأزق إذ ليس باستطاعته الاستمرار بتصنيع وتصدير السلع نفسها، وليس أمامه الوقت والشروط الضرورية للانتقال إلى مراحل أكثر تطوراً كما فعلت النمرور الأولى، ثم جاءت الشروط الخارجية لتزيد الأمور سوءاً في هذا الاقتصاد.

## أسباب الأزمة:

من أحد أسباب الأزمة التدفقات الضخمة لرؤوس الأموال قصيرة الأجل أو الأموال الساخنة التي اتجهت إلى بلدان الأزمة الآسيوية نتيجة للأداء الاقتصادي المميز لهذه الدول من ناحية، ولتوافر فائض سيولة عالمية (خاصة في اليابان وأوروبا) بجانب تراجع العائد على الأصول العالمية من ناحية أخرى. ولكن قد يعتقد البعض أن تدفق الأموال إلى دولة ما سيكون له أثر إيجابي على تنمية هذا البلد سواء فيما يتعلق بمعدلات العمالة أو زيادة الصادرات ..... ولكن كيف أثرت التدفقات النقدية بشكل سلي على دول الأزمة؟

التحرير المالي: يشمل هذا بشكل أساسي على تحرير حساب رأس المال في ميزان المدفوعات وهو أهم متغير لعب دوراً سلبياً في الأزمة. ويسمح التحرير المالي للبنوك التجارية بتلقي الودائع والاقتراض بالعملة الأجنبية من الخارج مباشرة، كما سمح لها بإقراض هذه

الأموال في الداخل والخارج، ويمكن عن طريق هذا النظام أيضاً لأية وحدة من وحدات قطاع الأعمال الاقتراض مباشرة بالعملة الأجنبية، وما يجب ذكره هنا أن البنوك كان لزاماً عليها التحوط لقروضها بالعملة الأجنبية، أما وحدات قطاع الأعمال فلم تكن ملزمة بذلك. ففي كوريا على سبيل المثال صرحت الحكومة للمؤسسات غير المصرفية بالاقتراض من الخارج لحسابها الخاص وتحت مسؤوليتها ودون تنسيق مركزي. وبلغ نصيب هذه المؤسسات غير المصرفية حوالي ثلث الدين الخارجي لكوريا الجنوبية. وبينما تقع هذه المؤسسات غير المصرفية خارج إجراءات ورقابة المصرف المركزي إلا أنها تشكل جزءاً من خصومه بالنقد الأجنبي. والجدول التالي يبين تطور تدفقات رأس المال الخاصة إلى دول الأزمة وذلك كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي:

الجدول (14) تطور تدفقات رأس المال الخاصة<sup>1</sup>

الدولة	82-1975	91-1983	96-1992
اندونيسيا	1.1	2.6	4.8
كوريا الجنوبية	5.7	0.4-	3.2
ماليزيا	5.1	4.1	10.5
الفلبين	5.5	0.8-	4.8
تايلاند	4	5.7	8.8

#### الإفراط في الإقراض والاقتراض:

لقد أسهمت إجراءات التحرير المالي وبحدة في زيادة حجم التدفقات المالية إلى دول الأزمة، "فتشير بيانات معهد التمويل الدولي إلى زيادة التدفقات الخاصة من 80.4 بليون دولار أمريكي عام 1995 إلى 102.3 بليون دولار أمريكي عام 1996، ثم انخفض انخفاضاً حاداً في 1997 إلى الصفر تقريباً، ثم تحولت إلى صافي تدفقات نحو الخارج (قدره - 27.6 بليون دولار) عام 1998" والجدول التالي يبين صافي تدفقات رؤوس الأموال إلى دول الأزمة الآسيوية الخمس (بليون دولار أمريكي):

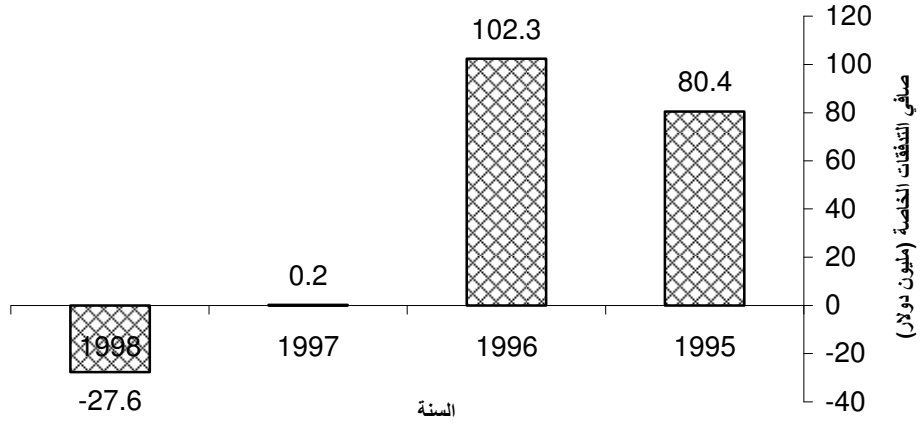
الجدول (15) صافي التدفقات الخاصة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> IMF **International monetary fund** "world economic outlook 1998, The Asian Crisis and the Region's Long-term growth performance" page 10, Table 3.5. www.IMF.org

<sup>2</sup> IIF **Institute of international Finance**. "Capital Flows to emerging". www.Iif.com

السنة	1995	1996	1997	1998
صافي التدفقات الخاصة	80.4	102.3	0.2	-27.6

### الشكل (١١) صافي التدفقات الخاصة



ومن الأمور التي ساعدت على الاقتراض وجود قناعة ضمنية لدى المؤسسات الدولية بوجود التزام من جانب الحكومات والسلطات النقدية المحلية بالتدخل لإنقاذ المؤسسات المالية المصرفية وغيرها في حالة فشلها.

وترتب على الإفراط في الإقراض والاقتراض مجموعة من النتائج:

متحجرة. توافر القدرة لدى وحدات قطاع الأعمال على الاقتراض من الخارج وبسعر فائدة يقل عن سعر الفائدة المحلي ساعد على الإسراف في استخدام رأس المال. ولعل ذلك أحد أهم العوامل التي ساعدت على الإفراط في الاستثمار وظهور الطاقات العاطلة ومن ثم تراجع العائد على رأس المال في العديد من القطاعات والمشروعات. والجدول التالي يبين نصيب وحدات قطاع الأعمال من إجمالي الإقراض المصرفي لدول الأزمة:

## الجدول (16) قروض وحدات قطاع الأعمال<sup>1</sup>

الدولة	التاريخ	رصيد القروض المصرفية (بليون دولار أمريكي)	نصيب وحدات قطاع الأعمال %
تايلاند	كانون الأول 1996	<b>70.18</b>	<b>60</b>
	حزيران 1997	<b>69.38</b>	<b>60</b>
	حزيران 1998	<b>64.8</b>	<b>70</b>
إندونيسيا	كانون الأول 1996	<b>55.52</b>	<b>66</b>
	حزيران 1997	<b>58.73</b>	<b>68</b>
	حزيران 1998	<b>50.27</b>	<b>71</b>
كوريا الجنوبية	كانون الأول 1996	<b>99.95</b>	<b>28</b>
	حزيران 1997	<b>103.43</b>	<b>31</b>
	حزيران 1998	<b>72.44</b>	<b>36</b>
ماليزيا	كانون الأول 1996	<b>22.23</b>	<b>62</b>
	حزيران 1997	<b>28.82</b>	<b>57</b>
	حزيران 1998	<b>23.02</b>	<b>62</b>
الفلبين	كانون الأول 1996	<b>13.29</b>	<b>40</b>
	حزيران 1997	<b>14.12</b>	<b>48</b>
	حزيران 1998	<b>17.8</b>	<b>42</b>

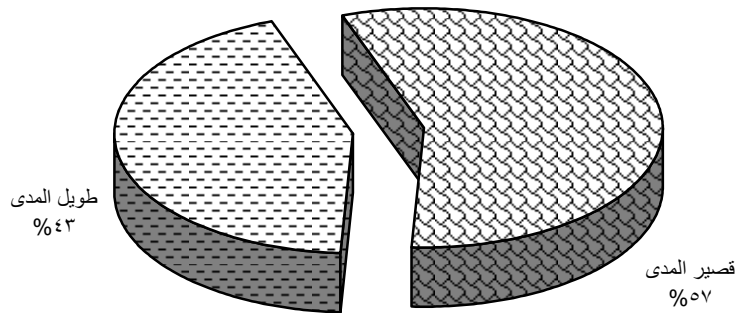
صنّف. قيام وحدات قطاع الأعمال باستخدام القروض المصرفية القصيرة الأجل في تمويل استثمارات طويلة الأجل وهو أمر خطير حيث ينطوي عليه اختلال في التوازن بين آجال استحقاق خصومها وأصولها. والجدول التالي يبين النسبة المرتفعة للمديونية قصيرة الأجل بالنسبة إلى إجمالي المديونية وذلك لعينة مكونة من 5550 شركة آسيوية خلال العام (بليون دولار أمريكي) 1996:

<sup>1</sup> BIS **Bank for International settlements**, "Basel committee on banking supervision working paper June 1999" page48.table 3.www.BIS.orf.

الجدول (17) هيكل الديون لوحدات قطاع الأعمال<sup>1</sup>

الدولة	المديونية الخارجية %		المديونية الداخلية %	
	قصير المدى	طويل المدى	قصير المدى	طويل المدى
إندونيسيا	20.5	19.6	31.4	28.5
كوريا	29.4	17	27.7	25.8
ماليزيا	32.1	11	35.7	21.2
الفلبين	19.7	21.3	25.5	35.5
تايلاند	29.6	12.3	32	26.1

الشكل (١٢) هيكل الديون لوحدات قطاع الاعمال في ٥٥٥٠ شركة آسيوية



تجهت شركات التمويل نحو العديد من المجالات غير المنتجة (العقارات، الاستثمار المباشر في بورصة الأوراق المالية)، والمشكلة في سوق العقار أنه كسوق الأسهم يؤدي الانسحاب الصغير منه إلى آثار كبيرة على الأسعار مما يترتب عليه تعرض شركات التمويل لمخاطر كبيرة. وحينما انهار سوق العقار في تايلاند انتقلت آثاره وبسرعة إلى القطاع المالي ومن ثم إلى سوق الصرف الأجنبي ذلك أن الدائنين الأجانب يتوقعون أن المقترضين المحليين لن يستطيعوا تحمل أعباء قروضهم قصيرة الأجل، والمشكلة في سوق العقار أنه يمثل الضمان لأغلب القروض المصرفية.

<sup>1</sup> ADB Asian development bank "Asian Development outlook 1999" Financial Crises Asia . Table 1.5. www.ADB.org

ترتب على التوسع في عمليات الاقتراض دون ضوابط. ارتفاع نسبة المديونية إلى حقوق المساهمين في وحدات قطاع الأعمال، وزادت حدة هذه المشكلة نتيجةً لتراجع أسعار الأصول المالية حيث زاد الاختلال بين حقوق الملكية والمديونية سواء في وحدات قطاع الأعمال أو في وحدات القطاع العائلي الأمر الذي ترتب عليه تراجع الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري مما أثر سلباً على نمو الناتج المحلي الإجمالي والقطاعي وأدى ذلك على تراجع نشاط وحدات قطاع الأعمال وبالتالي تراجع معدلات أرباحها بشكل ملحوظ وهو من العوامل التي ساعدت أيضاً على تراجع مؤشرات أسعار الأسهم في هذه الدول، والجدول التالي يوضح تراجع معدل العائد السنوي على حقوق الملكية في دول الأزمة.

الجدول (18) معدل العائد السنوي على حقوق الملكية<sup>1</sup>

الدولة	93-91	96-94	98-97
إندونيسيا	63.7	7.5	27.8-
هونغ كونغ	8.2	2.7	75.5-
كوريا الجنوبية	1.7	11.8-	48.7-
ماليزيا	42.8	0.4	61.2-
تايلاند	50.3	17.8-	63.8-
الفلبين	64.1	0.9	55.7-
سنغافورة	30.7	0.6	26.2-

كما أثر الإفراط في الاقتراض سلباً على وحدات قطاع الأعمال وألقى بظلاله السلبية على الجهاز المصرفي تمثل بزيادة حجم الديون المشكوك في تحصيلها أو الديون المدومة. وعرض شركات التمويل لأزمات مالية طاحنة، عجزت البنوك بنتيجتها عن سداد التزاماتها الخارجية.

### المضاربة:

إن تحرير حساب رأس المال في ميزان المدفوعات، بالإضافة إلى التقدم التكنولوجي في وسائل الاتصال وما يتصل بها من منتجات قد لعب دوراً رئيساً في حدوث تغيرات جذرية هامة في بنية النظام الاقتصادي العالمي تمثلت في ما يطلق عليه ظاهرة العولمة ونحن هنا نهتم بعولمة النشاط المالي وما تعنيه من اندماج أسواق المال العالمية، وكان سوق الصرف هو أول الأسواق

<sup>1</sup> محي الدين، عمرو — 2000 — أزمة النمر الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة — دار الشروق — القاهرة — ص68



التي اندمجت وتكاملت بحيث أصبح سوقاً واحداً، مما قدم فرصة كبيرة للمضاربين للدخول إلى أسواق الصرف والمضاربة فيها، وحتى يمكن تصور حجم التعامل في هذا السوق يكفي أن نشير إلى أنه في عام 1995 بلغ حجم الصادرات العالمية 4.8 تريلون دولار أمريكي، في حين بلغ حجم التعامل في سوق الصرف الأجنبي 325<sup>1</sup> تريلون دولار وبالتالي فإن قيمة الصادرات بلغت 1.5% من حجم التعامل في سوق الصرف الأجنبي. ومن الحقائق المهمة التي يجب التأكيد عليها أنه في عام 1995 بلغ حجم التعامل اليومي في سوق الصرف الأجنبي 1.3 تريلون دولار أمريكي، في حين بلغت الاحتياطات الرسمية من العملة الأجنبية على مستوى العالم 1.2<sup>2</sup> تريلون دولار وتعني الأرقام السابقة انه من الصعب على البنوك المركزية سواء أكانت بمفردها أم مجتمعة أن تحارب الجهود المتكاثفة لكبار المضاربين للتأثير على اتجاه سعر الصرف لعملة ما. ناهيك على أن الصراع بين كبار المضاربين واقتصاديات دول جنوب شرق آسيا قد لعب دوراً بالغ الأثر في تفاقم الأزمة، حيث تم توظيف رؤوس الأموال المتاحة لاقتصاديات رأسمالية صاعدة في تجارة العملات بدلاً من استخدامها في تمويل الاستثمارات المنتجة وحركة التجارة الفعلية، فعمت حالة من الاضطراب وعدم الاستقرار، وانتقلت مليارات الدولارات من رصيد هذه الدول إلى جيوب المضاربين<sup>3</sup>.

بالإضافة إلى سوق الصرف فقد كان سوق العقار مجالاً رحباً للمضاربة السعرية وقد ساعدت القوة الشرائية المتزايدة الموجهة إلى مجالات المضاربة في سوق العقار إلى تكون فقاعة<sup>4</sup> في أسعار العقارات وتضخمت هذه الفقاعة بمرور الوقت بحيث أصبح الانهيار كبيراً حينما انفجرت.

<sup>1</sup> محي الدين، عمرو — 2000 — أزمة النمر الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة — دار الشروق — القاهرة — ص 24.

<sup>2</sup> المرجع السابق — ص 24.

<sup>3</sup> مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية، التقرير الاستراتيجي العربي، مؤسسة الأهرام، 1998، ص 69-97.

\* تشكل الفقاعة عندما يقوم المضاربون بشراء أصل مالي بسعر يفوق قيمته الحقيقية بهدف تحقيق مكاسب رأسمالية في وقت لاحق كما يتوقعون وأي انحراف في سعر الأصل المالي الأولي يقاس بحجم الفقاعة التي يمكن أن تستمر في النمو محققة مكاسب رأسمالية للمضاربين أو أن تتعرض للانحيار في أي وقت. علماً أن المضاربين يعوون وجود هذه الفقاعة واحتمال انهيارها. انظر: خطيب، شذا جمال — 2001 — الأزمة المالية والنقدية في دول جنوب شرق آسيا — مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية — ص 24.

### نظام سعر الصرف الثابت:

على الرغم مما قد يوفره الارتباط بعملة أخرى من ضمانة لعدم تغيير قيمة العملة المحلية وبالتالي حفز رؤوس الأموال لتتدفق إلى الداخل، فإن حدوث أي تخفيض لقيمة العملة المحلية سيؤدي حتماً إلى انسحاب رؤوس الأموال بسرعة فائقة لاسيما تلك المستثمرة في أصول قصيرة الأجل. فبإثر هذا التخفيض المفاجئ توقعات حول تكرار عملية التخفيض مرة أخرى، مما يرفع تكلفة التحويل إلى العملات الأجنبية وبالتالي تكبيد المستثمر أو التعامل في السوق المالية خسارة عند الخروج منها. وإن أية محاولة للتصدي لهروب رؤوس الأموال الناجم عن تخفيض العملة عن طريق رفع سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة مبيعات الأسهم في أسواق الأوراق المالية، وهو الأمر الذي يساعد على تفاقم الأزمة ووصولها للأسواق المالية من خلال تخفيضات أسعار الأسهم نتيجة لزيادة المعروض منها. كذلك فإن أية محاولة لوقف التدهور في قيمة العملة من خلال استخدام الاحتياطي الرسمي من العملة الأجنبية يؤدي إلى تآكل هذا الاحتياطي في مدى زمني قصير، وهو ما يولد موجة تشاؤمية بالنسبة إلى المستقبل.

كذلك شكل نظام سعر الصرف الثابت عاملاً مساعداً ومهماً شجع على الاقتراض بالعملة الأجنبية نظراً لافتراض غياب مخاطر أسعار الصرف.

### هيكल القروض

الجدول التالي (بليون دولار أمريكي) يمثل تطور الإقراض المصرفي لدول الأزمة الآسيوية حيث نلاحظ الأهمية النسبية التي يمثلها الإقراض المصرفي قصير الأجل

الجدول (19) تطور الإقراض المصرفي لدول الأزمة الآسيوية<sup>1</sup>

الدولة	التاريخ	رصيد القروض المصرفية	القروض أقل من سنة %
تايلاند	كانون الأول 1996	<b>70.18</b>	<b>65</b>
	حزيران 1997	<b>69.38</b>	<b>66</b>
	حزيران 1998	<b>64.8</b>	<b>59</b>
إندونيسيا	كانون الأول 1996	<b>55.52</b>	<b>62</b>
	حزيران 1997	<b>58.73</b>	<b>59</b>
	حزيران 1998	<b>50.27</b>	<b>55</b>
كوريا الجنوبية	كانون الأول 1996	<b>99.95</b>	<b>68</b>
	حزيران 1997	<b>103.43</b>	<b>68</b>
	حزيران 1998	<b>72.44</b>	<b>46</b>
ماليزيا	كانون الأول 1996	<b>22.23</b>	<b>50</b>
	حزيران 1997	<b>28.82</b>	<b>56</b>
	حزيران 1998	<b>23.02</b>	<b>49</b>
الفلبين	كانون الأول 1996	<b>13.29</b>	<b>58</b>
	حزيران 1997	<b>14.12</b>	<b>59</b>
	حزيران 1998	<b>17.8</b>	<b>57</b>

حيث نجد أن الإقراض القصير الأجل يمثل ما يزيد عن 50% من القروض المستحقة على الجهاز المصرفي. وهذه الأهمية التي يمثلها الإقراض قصير الأجل إنما تعود لعدة أسباب:

منحتمة. التصميم الخاص لبرنامج التحرير المالي شجع الاقتراض قصير الأجل، ذلك إن إجراءات تقديم القروض قصيرة الأجل واستيفائها أقل تعقيداً من عملية الاقتراض طويل الأجل.

صنعت. الإقراض قصير الأجل هو النمط الذي فضلته البنوك الدولية نظراً لتلائمه مع طبيعة أصول هذه البنوك كما أنها أكثر اتساقاً مع آجال استحقاق أموالها (ودائعها) وبالتالي لا تثير مشكلة عدم التوافق بين آجال استحقاق أصول وخصوم البنوك الدولية وهي المشكلة المعروفة باسم (Mismatching).

<sup>1</sup> BIS **Bank for International settlements**, "quarterly review 1999, Basel committee on banking supervision working paper June 1999" page47.table 3. www.BIS.org.

## الفساد السياسي:

لقد تعرضت دول جنوب شرقي آسيا لانتقادات لاذعة من قبل باحثين ومحللين غربيين كشفوا النقاب عن ممارسات مجحفة بحقوق الإنسان في بعض الدول، وعلى درجة الخصوص في كوريا الجنوبية وإندونيسيا والفلبين، حيث سيطرت على هذه الدول حكومات استبدادية حظرت تشكيل أي تنظيمات سياسية معارضة، وقلصت من الحريات الفردية وقيدت التنظيمات العمالية. ولاشك في أن غياب الديمقراطية والمشاركة السياسية في هذه الدول قد أفسح المجال لغياب المحاسبة والشفافية، وبالمقابل إشاعة الفساد فتوسعت المصارف والمؤسسات المالية في عمليات الإقراض استنادا لاعتبارات شخصية وسياسية بعيدة كل البعد عن الاعتبارات الاقتصادية الموضوعية، فاختلط استغلال النفوذ السياسي في دول جنوب شرقي آسيا بضعف المؤسسات الرقابية، حيث لم يكن هناك أي وجود للقواعد المالية والشفافية الموجودة في الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة.

ونشأت بين الحكومة والبنوك و وحدات قطاع الأعمال ما يعرف بالرأسمالية الآسيوية أو رأسمالية المحسوبية "Crony Capitalism" ولاشك في أن مصلحة كل طرف من هذه الأطراف في التوسع في الائتمان واضحة فالحكومة ترغب في تحقيق معدلات مرتفعة للنمو ولأجل ذلك عليها أن تدفع وتضغط من أجل استمرار معدلات الاستثمار عند مستويات مرتفعة والبنوك تحقق أهدافها بفتح مجالات لتوظيف أموالها وتحقيق مستويات الأرباح التي تنشدها، وقطاع الأعمال يحقق هو الآخر أهدافه بتوفير الأموال اللازمة لبناء طاقاته الإنتاجية وتوسيعها.

## الدروس المستفادة من الأزمة:

1. يتسم عالم اليوم الذي تتكامل فيه أسواق المال العالمية وتتسم عولمة النشاط المالي بالحركة السريعة لرؤوس الأموال عبر الحدود وخاصة رؤوس الأموال قصيرة الأجل، وما يهمنا هنا أن هذه الأموال بحكم طبيعتها ونمط استثمارها تغير من اتجاه حركتها بسرعة فائقة، ويمثل هذا التغيير السبب الرئيس في اندلاع الأزمة.

2. إن تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات سوف يؤدي إلى نتائج وخيمة إذا لم

توجد قاعدة مصرفية قوية قادرة على الصمود في وجه التدفقات الضخمة، ومعنى الصمود هنا القدرة على استيعاب تلك التدفقات وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار الكفاء والتحوط تجاهها وتهيئة الظروف لسدادها.

3. انهيار الثقة لا يظهر تدريجياً ولكنه يحدث بشكل مفاجيء، فلو كان انهيار الثقة تدريجياً ومتصاعداً لاستطعنا مواجهته وإيقاف نموه، ولكن مشكلة انهيار الثقة هو طبيعتها الفجائية<sup>\*</sup>.

4. أظهرت الأزمة الآسيوية العيوب الكامنة في نظام سعر الصرف الثابت. فقد أدت سياسة سعر الصرف الثابت إلى تآكل احتياطي النقد الأجنبي الرسمي، فسعر الصرف الثابت أدى إلى زيادة كبيرة في ثقة المستثمرين بحيث أهملوا تماماً مخاطر تقلبات أسعار الصرف.

5. استخدام احتياطي الدولة الرسمي من النقد الأجنبي للدفاع عن سعر الصرف في حالة تصاعد الضغوط عليه أمر تنطوي عليه مخاطر كبيرة. يترتب على ذلك تآكل احتياطي النقد الأجنبي - نتيجة استعماله بكميات كبيرة لمواجهة خروج المستثمرين من السوق المحلية بأعداد كبيرة - دون إمكانية الحفاظ على سعر الصرف الثابت، وتآكل احتياطي النقد الأجنبي يضعف - من ناحية أخرى - إمكانية الدفاع عن سعر الصرف ويدفع المستثمرون تحت تأثير الهلع المالي وغريزة القطيع مما يدفعهم إلى التخلص من الأصول التي في حوزتهم والخروج سريعاً، وهو ما يؤدي إلى تزايد الضغوط على سعر الصرف.

6. الأزمة المالية تنطوي على نتائج وآثار اجتماعية بعيدة المدى تمس مستوى معيشة وحياة الفقراء وأصحاب الدخل المحدود، فهؤلاء هم الذين دفعوا ثمن الأزمة المالية، بجانب الطبقة الوسطى التي نشأت مع انتعاش هذه الاقتصاديات.

من خلال الدراسة السابقة للأزمة في دول جنوب شرق آسيا والتي اصطلح على تسميتها أزمة النمر الآسيوية فإن الباحث توصل للنتائج التالية:

\* لا يمكن التنبؤ بالهبوط المفاجيء في الأسعار الناتج عن انهيار الثقة من خلال مؤشرات الأسعار، ذلك أن هذا الهبوط مرده إلى انفجار ما يعرف بفقاعة الأسعار وهو يختلف عن الهبوط التدريجي في أسعار الأوراق المالية الناجم عن تراجع أداء الشركات بسبب دخول الاقتصاد في مرحلة الكساد..

مختارة. تدفق الأموال الطويلة الأجل إلى داخل الدولة هو أمر ترغب به حكومات البلدان المعنية لما له من أثر على معدلات الاستثمار والعمالة وبالتالي دوره الإيجابي في عملية التنمية، ولكن كل ذلك مرهون بتحقيق مجموعة من الشروط، من أهمها تطوير المؤسسات المالية المحلية ووجود جهاز مصرفي قادر على استيعاب التدفقات المالية الداخلة والخارجة (الأموال الساخنة) وإيجاد احتياطات كافية وملائمة واتخاذ حزمة متكاملة من الإجراءات والسياسات الإشرافية والرقابية التي قد تمنع أو تحد من الآثار السلبية التي تسببها العولة المالية، والتشدد في إجراءات الوقاية والتحوط ومنح الائتمان، كذلك الرقابة فيما يتعلق بتزايد حجم الديون المشكوك فيها إلى إجمالي أصول الجهاز المصرفي. وقد يكون من المناسب للدول النامية في مجال تبني العولة المالية التحول التدريجي - وليس الامتناع الكامل - في الدخول في إجراءات التحرير المالي.

مختارة. تشجيع الاستثمار يجب أن لا يسير في طريق الإفراط في الاستثمار لما له من آثار سلبية تمت مناقشتها سابقاً، وهنا من الضروري تدخل الدولة للحد من هذه الظاهرة من خلال الخرائط الاستثمارية ووضع الحوافز للاستثمار في القطاعات المرغوبة والتشدد حيال الاستثمار في القطاعات غير المفيدة لعملية التنمية الاقتصادية (كالاستثمار في قطاعات العقارات أو الاستثمار المباشر في بورصة الأوراق المالية).

مختارة. من خلال دراستنا لحركة مؤشرات أسعار الصرف وأسعار الأسهم في دول الأزمة نجد أنه مع بداية تموز من العام 1997 بدأت الأزمة تتضح متجلية في انهيار أسعار صرف العملة المحلية الأمر الذي أثر بشكل واضح على مؤشرات أسعار الأسهم وذلك نظراً لطبيعة العلاقة بين سوق المال وسوق الصرف.

مختارة. ضرورة أن تقوم أسواق المال الناشئة بوضع حدود سعرية لتحركات أسعار الأوراق المالية، نظراً لأن أسواق المال الناشئة تشكل بيئة خصبة ينفذ من خلالها المضاربون. وبالمقارنة بين أزمة سوق المناخ وأزمة دول جنوب شرق آسيا نجد أن كلا الأزميتين تميزت بوجود فوائض نقدية كبيرة، ولكن في دول النمرور الآسيوية أدت إلى إفراط في الاستثمار ووجود طاقات إنتاجية فائضة، بالإضافة لتوجهها نحو المضاربة، أما في حالة أزمة سوق المناخ فاتجهت هذه الفوائض بالدرجة الأولى نحو الأصول المالية.